Benjamin Graham

Cu un comentariu de Jason Zweig

Investitorul inteligent

Manual complet de investiții bazate pe valoare

„De departe, cea mai bună carte scrisă vreodată despre investiții." – Warren E. Buffett

Prefață și anexă de Warren E. Buffett

Editura C.H. Beck

Investitorul inteligent

Manual complet de investiții în acțiuni subevaluate

„De departe, cea mai bună carte scrisă vreodată despre investiții." – Warren E. Buffett

Prefață și anexă de Warren E. Buffett

Editura C.H. Beck

„Prin atâtea încercări, prin atâtea primejdii,
noi ne croim drum..."

Eneida

Scanned with OKEN Scanner

Benjamin Graham

Investitorul inteligent

Carte de sfaturi practice

Ediție revizuită cu un comentariu de Jason Zweig

Traducere din limba engleză de
Dan Criste

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

Published by arrangement with HarperCollins Publishers, Inc.

The Intelligent Investor - Revised Edition by Benjamin Graham updated with new commentary by Jason Zweig

©2006 HarperCollins Publishers, Collins Business Essentials

Editura C.H. Beck este acreditată CNATDCU şi este considerată editură cu prestigiu recunoscut.

Investitorul inteligent
Benjamin Graham

Copyright © 2010, 2014 – Editura C.H. Beck

Toate drepturile rezervate Editurii C.H. Beck. Nicio parte din această lucrare nu poate fi copiată fără acordul scris al Editurii C.H. Beck. Drepturile de distribuţie în străinătate aparţin în exclusivitate editurii.

Descrierea CIP a Bibliotecii Naţionale a României
GRAHAM, BENJAMIN
Investitorul inteligent / Benjamin Graham. - Bucureşti : Editura C.H. Beck, 2014
Index
ISBN 978-606-18-0419-1

336.76

Editura C.H. Beck
Str. Serg. Nuţu Ion nr. 2, sector 5, Bucureşti
Tel.: 021.410.08.47; 021.410.08.73
Fax: 021.410.08.48
E-mail: comenzi@beck.ro

Cuprins

	Prefață la ediția a patra în limba engleză, de Warren E. Buffett	IX
	Notă despre Benjamin Graham, de Jason Zweig	XI
	Introducere: Ce-și propune să realizeze această carte	1
	COMENTARIU LA INTRODUCERE	12
1.	Comparație între investiție și speculație: rezultatele la care trebuie să se aștepte investitorul inteligent	19
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 1	37
2.	Investitorul și inflația	50
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 2	61
3.	Un secol de istorie a pieței bursiere: prețul acțiunilor la începutul anului 1972	68
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 3	83
4.	Politica generală de portofoliu: investitorul defensiv	91
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 4	106
5.	Investitorul defensiv și acțiunile ordinare	118
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 5	130
6.	Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: abordarea negativă	140
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 6	153
7.	Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: partea pozitivă	163
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 7	188
8.	Investitorul și fluctuațiile pieței	198
	COMENTARIU LA CAPITOLUL 8	224

Scanned with OKEN Scanner

9. Plasamentele în fondurile de investiții 238
COMENTARIU LA CAPITOLUL 9 255
10. Investitorul și sfătuitorii săi 270
COMENTARIU LA CAPITOLUL 10 285
11. Analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan: abordarea generală 293
COMENTARIU LA CAPITOLUL 11 316
12. Lucruri de avut în vedere cu privire la profitul pe acțiune 325
COMENTARIU LA CAPITOLUL 12 338
13. Comparație între patru companii cotate la bursă 346
COMENTARIU LA CAPITOLUL 13 356
14. Selecția acțiunilor pentru investitorul defensiv 364
COMENTARIU LA CAPITOLUL 14 384
15. Selecția acțiunilor pentru investitorul întreprinzător 393
COMENTARIU LA CAPITOLUL 15 414
16. Titlurile convertibile și warantele 421
COMENTARIU LA CAPITOLUL 16 437
17. Patru cazuri extrem de instructive 441
COMENTARIU LA CAPITOLUL 17 458
18. Analiza comparativă a opt perechi de companii 466
COMENTARIU LA CAPITOLUL 18 494
19. Acționarii și conducerea firmei: politica dividendelor 508
COMENTARIU LA CAPITOLUL 19 518
20. „Marja de siguranță" – concept de bază al activității de investiții 533
COMENTARIU LA CAPITOLUL 20 546
Post-scriptum 553
COMENTARIU LA POST-SCRIPTUM 555

Scanned with OKEN Scanner

Anexe

1. Superinvestitorii din Graham-şi-Doddsville 557
2. Reguli importante cu privire la regimul fiscal al venitului din investiţii şi al tranzacţiilor mobiliare (în 1972) 581
3. Principiile impozitării investiţiilor (actualizate la nivelul anului 2003) 582
4. Noua speculaţie cu acţiuni ordinare 583
5. Studiu de caz: Aetna Maintenance Co. 596
6. Contabilitatea impozitelor aferente achiziţiei de către NVF a acţiunilor Sharon Steel 598
7. Investiţiile în companii de tehnologie 599

Note 601

Mulţumiri din partea lui Jason Zweig 611

Index 613

Traducerea de faţă are la bază ediţia a patra, revizuită, actualizată de Graham în 1971-1972 şi publicată iniţial în 1973. Textul notelor de subsol originare aparţinând lui Graham (indicate prin numere în capitolele scrise de el) se găseşte în secţiunea „Note" de la sfârşitul cărţii. Noile note de subsol, introduse de Jason Zweig, apar, în capitolele scrise de Graham, în partea de jos a paginii (şi, ocazional, folosind un alt corp de literă, ca o completare a notelor lui Graham de la sfârşitul cărţii).

Scanned with OKEN Scanner

Prefață la ediția a patra în limba engleză, de Warren E. Buffett

Am citit prima ediție a acestei cărți la începutul anului 1950, pe când aveam 19 ani. La vremea aceea, am crezut că este de departe cea mai bună carte scrisă vreodată despre investițiile la bursă. Cred în continuare acest lucru.

Ca să investești cu succes o viață întreagă, nu-ți trebuie un coeficient de inteligență extraordinar, idei de afaceri neobișnuite sau informații confidențiale. Îți trebuie o structură intelectuală sănătoasă de luare a deciziilor și capacitatea de a nu lăsa sentimentele să corodeze această structură. Cartea de față prescrie cu precizie și claritate structura adecvată. Dumneavoastră trebuie să vă stăpâniți sentimentele.

Dacă veți respecta principiile de comportament și de afaceri pe care le susține Graham – și dacă veți acorda o atenție deosebită sfaturilor neprețuite din capitolele 8 și 20 – investițiile dumneavoastră nu vor da rezultate slabe. (Aceasta este o realizare mai mare decât v-ați putea închipui.) Rezultatele dumneavoastră vor depinde de interesul și inteligența cu care veți investi, ca și de amploarea situațiilor absurde de pe piața bursieră care vor prevala pe parcursul activității dumneavoastră de investitor. Cu cât comportamentul pieței este mai prostesc, cu atât investitorul serios are șanse mai mari de câștig. Ascultați-l pe Graham și veți profita de situațiile absurde în loc să participați la ele.

Pentru mine, Ben Graham a fost mult mai mult decât un scriitor sau un profesor. El mi-a influențat viața mai mult decât orice alt om, cu excepția tatălui meu. La scurtă vreme de la moartea lui în 1976, am publicat în *Financial Analysts Journal* următorul scurt memento despre Ben. Pe măsură ce veți citi cartea, cred că veți recunoaște unele dintre calitățile la care m-am referit în această notă omagială.

Scanned with OKEN Scanner

BENJAMIN GRAHAM
1894-1976

Cu câţiva ani în urmă, Ben Graham, pe atunci în vârstă de aproape 80 de ani, şi-a exprimat faţă de un prieten gândul că în fiecare zi spera să facă „ceva nebunesc, ceva original şi ceva generos".

Referirea la acel prim ţel capricios reflecta priceperea lui de a îmbrăca ideile într-o formă care evita orice conotaţie de discurs dogmatic sau de suficienţă. Deşi ideile lui aveau greutate, ele erau prezentate întotdeauna într-o manieră discretă.

Cititorilor acestei reviste nu trebuie să le facem o prezentare amplă a realizărilor sale luând drept criteriu de apreciere creativitatea. Rareori se întâmplă ca întemeietorul unei discipline să nu constate că munca sa este eclipsată într-un timp destul de scurt de cei care vin după el. Dar la peste 40 de ani de la apariţia cărţii care a dat o structură şi o logică unei activităţi dezordonate şi confuze, este greu să ne gândim la un posibil candidat măcar pentru poziţia secundă în domeniul analizei titlurilor financiare. Într-un domeniu în care multe idei par absurde după câteva săptămâni sau luni de la publicare, principiile lui Ben au rămas viabile – de multe ori, valoarea lor a crescut şi a fost mai bine înţeleasă după furtunile financiare care au demolat structuri intelectuale mai puţin solide. Sfatul lui judicios a adus satisfacţii perpetue adepţilor săi – chiar şi celor cu abilităţi înnăscute inferioare celor ale practicanţilor mai dotaţi care s-au poticnit luându-se după sfaturile unor deştepţi sau după modă.

Un aspect remarcabil al poziţiei dominante pe care Ben o deţine în meseria lui a fost faptul că el a dobândit-o fără a avea acea îngustime a activităţii intelectuale care se concentrează pe un singur scop. Ea a fost mai degrabă produsul întâmplător al unui intelect a cărui anvergură aproape că a depăşit toate limitele. În mod sigur eu n-am mai întâlnit pe cineva cu o minte atât de vastă. Memoria aproape perfectă, fascinaţia nestăvilită pentru ideile noi şi capacitatea de a le reformula într-o formă aplicabilă unor probleme aparent diferite au făcut din contactul cu gândirea sa în orice domeniu un moment de încântare.

Al treilea imperativ al său – generozitatea – reprezintă însă sfera în care el a realizat mai multe decât toţi ceilalţi. L-am cunoscut pe Ben în calitate de profesor, de patron şi de prieten al meu. În toate cazurile – la fel ca în relaţiile cu toţi elevii, angajaţii şi prietenii lui – a existat o generozitate absolut nemărginită, dezinteresată în ceea ce priveşte ideile, timpul şi energia sufletească. Dacă era nevoie de o gândire clară, nu exista cineva mai bun la care să apelezi. Iar dacă era nevoie de o încurajare sau de un sfat, Ben era acolo.

Walter Lippmann vorbea despre oameni care plantează copaci sub care vor şedea alţi oameni. Ben Graham a fost un astfel de om.

Preluare din *Financial Analysts Journal*, noiembrie-decembrie 1976.

Scanned with OKEN Scanner

Notă despre Benjamin Graham, de Jason Zweig

Cine a fost Benjamin Graham şi de ce ar trebui să-l ascultăm?

Graham n-a fost doar unul dintre cei mai pricepuţi investitori care au existat vreodată; a fost şi cel mai mare om care a reflectat la aspectele practice ale plasamentelor bursiere. Înaintea lui, agenţii de investiţii se comportau asemenea unei ghilde medievale, călăuzite în mare măsură de superstiţii, supoziţii şi ritualuri secrete. „Analiza valorilor mobiliare" (*Security Analysis*) a lui Graham a fost manualul care a transformat acest cerc desuet într-o profesie modernă.[1]

Iar „Investitorul inteligent" (*The Intelligent Investor*) este prima carte scrisă vreodată în care se prezintă, pentru investitorii individuali, structura emoţională şi instrumentele analitice absolut necesare succesului pe pieţele financiare. Ea rămâne cea mai bună carte despre plasamentele bursiere scrisă vreodată pentru marele public. „Investitorul inteligent" a fost prima carte pe care am citit-o când m-am angajat la revista „Forbes" ca tânăr reporter în 1987, fiind şocat de siguranţa cu care Graham afirma că, mai devreme sau mai târziu, toate pieţele financiare cu preţuri în creştere sfârşesc prost. În luna octombrie a acelui an, acţiunile americane au suferit cea mai mare prăbuşire de o zi din istorie, iar eu am fost captivat. (Astăzi, după creşterea delirantă a preţurilor de la sfârşitul anilor 1990 şi scăderea drastică a acestora începută în prima parte a anului 2000, „Investitorul inteligent" conţine un mesaj mai profetic ca oricând.)

Graham şi-a format concepţia învăţând din proprie experienţă: resimţind în primul rând tulburarea provocată de pierderile suferite pe piaţa financiară şi studiind decenii la rând istoria şi psihologia pieţelor. S-a născut la Londra, pe 9 mai 1894, purtând numele de Benjamin Grossbaum; tatăl lui era negustor de veselă şi figurine din

[1] Cartea a fost scrisă împreună cu David Dodd şi a apărut pentru prima oară în 1934.

Scanned with OKEN Scanner

porţelan.[2] Familia s-a mutat la New York pe când Ben avea un an. La început, au dus-o bine – aveau o servitoare, un bucătar şi o guvernantă franţuzoaică – locuind pe Fifth Avenue. Tatăl lui Ben a murit însă în 1903, afacerea cu porţelanuri a devenit nerentabilă, iar familia s-a afundat încet în sărăcie. Mama lui Ben a transformat casa în pensiune; apoi, împrumutând bani pentru a cumpăra acţiuni „în marjă", a pierdut totul în crahul din 1907. Tot restul vieţii sale, Ben avea să-şi amintească umilinţa pe care simţit-o atunci când, încasând un cec pentru mama lui, casierul de la bancă l-a întrebat: „Are de unde să plătească Dorothy Grossbaum cinci dolari?"

Din fericire, Graham a obţinut o bursă la Columbia, unde inteligenţa lui s-a dezvoltat înfloritor. A absolvit în 1914, al doilea din promoţia sa. Înainte ca Graham să încheie ultimul semestru, trei catedre i-au cerut să se alăture corpului profesoral: cea de engleză, cea de filozofie şi cea de matematică. Avea doar 20 de ani.

În loc de universitate, Graham a hotărât să facă o încercare pe Wall Street. A început ca funcţionar la o firmă care făcea tranzacţii cu obligaţiuni, a devenit curând analist, apoi partener, iar nu după multă vreme conducea propria firmă de investiţii financiare.

Avântul şi prăbuşirea Internetului nu l-ar fi surprins pe Graham. În aprilie 1919, el a obţinut un câştig de 250% în prima zi de tranzacţii cu acţiuni Savold Tire, o firmă nou-apărută în industria înfloritoare a autovehiculelor; până în octombrie, s-a descoperit că era vorba de fapt despre o înşelătorie, iar acţiunile companiei nu aveau nicio valoare.

Graham a devenit expert în studierea acţiunilor până în cele mai mici amănunte. În 1925, analizând cu foarte mare atenţie obscurele situaţii financiare înaintate de companiile de oleoducte Comisiei de Comerţ Interstatal a SUA, a aflat că Northern Pipe Line Co. – ale cărei acţiuni se vindeau pe atunci cu 65 $ – avea investiţi cel puţin 80 $ pentru fiecare acţiune în obligaţiuni de foarte bună calitate. (El a cumpărat acţiunile, i-a bătut la cap pe managerii firmei să crească dividendul, iar după trei ani, a plecat cu 110 $ pentru o acţiune.)

În ciuda pierderii cumplite de aproape 70% suferite în timpul Marii Crize din 1929-1932, Graham a supravieţuit şi a prosperat după aceea, cumpărând ieftin epave de pe piaţa în creştere. Nu se cunosc cu

---

[2] Familia Grossbaum şi-a schimbat numele în Graham în timpul Primului Război Mondial, când numele cu rezonanţă germană creau suspiciuni.

Scanned with OKEN Scanner

precizie randamentele din perioada de început a lui Graham, dar din 1936 până la retragerea lui în 1956, Graham-Newman Corp. a câştigat cel puţin 14,7% anual, faţă de 12,2% câştigul mediu de pe piaţa bursieră în ansamblu – unul dintre cele mai mari randamente pe termen lung înregistrate în toată existenţa Wall Street-ului.[3]

Cum a reuşit Graham acest lucru? Combinând extraordinarele sale abilităţi intelectuale cu un profund simţ practic şi o vastă experienţă, Graham şi-a elaborat propriile principii, care sunt cel puţin tot atât de valabile în prezent cât au fost pe parcursul vieţii sale:

- Un pachet de acţiuni nu este doar un simbol sau un punct pe panoul electronic; este o participaţie la o afacere care există efectiv, cu o valoare implicită care nu depinde de preţul acţiunilor.
- Piaţa este un pendul care oscilează continuu între optimismul nefondat (care face ca acţiunile să fie prea scumpe) şi pesimismul nejustificat (care le face prea ieftine). Investitorul inteligent este o persoană realistă care vinde optimiştilor şi cumpără de la pesimişti.
- Valoarea viitoare a unei investiţii financiare depinde de preţul ei actual. Cu cât este mai mare preţul pe care-l plăteşti, cu atât va fi mai mic câştigul pe care-l vei obţine.
- Oricât de atent eşti, singurul risc pe care niciun investitor nu-l poate elimina niciodată este riscul de a se înşela. Doar insistând pe ceea ce Graham numea „marjă de siguranţă" – niciodată să nu plăteşti prea mult, indiferent cât de atrăgătoare pare a fi investiţia – poţi să reduci la minimum şansele de eroare.
- Secretul succesului financiar se găseşte în tine însuţi. Dacă adopţi o gândire critică, neluând de bună „realitatea" de pe Wall Street şi făcând investiţii cu răbdare şi încredere, poţi profita în mod constant chiar şi de cele mai groaznice conjuncturi ale pieţei în scădere. Prin disciplină şi curaj, poţi să nu laşi ca starea

[3] Graham-Newman Corp. a fost un fond mutual deschis (a se vedea capitolul 9) condus de Graham în parteneriat cu Jerome Newman, el însuşi un investitor priceput. Multă vreme, fondul a fost închis altor investitori. Îi sunt recunoscător lui Walter Schloss pentru că mi-a furnizat date esenţiale pentru estimarea randamentelor fondului. Randamentul mediu anual de 20% pe care Graham îl aminteşte în post-scriptum pare a nu ţine seama de comisioanele de administrare.

Scanned with OKEN Scanner

de spirit a altor oameni să hotărască rezultatul financiar pe care-l obţii. În cele din urmă, felul în care se comportă investiţiile tale este mult mai puţin important decât felul în care te comporţi tu.

Obiectivul acestei ediţii revăzute a „Investitorului inteligent" este să aplice ideile lui Graham la pieţele financiare de astăzi, lăsând în acelaşi timp nemodificat textul conceput de acesta (cu excepţia notelor de subsol introduse spre clarificare).[4] După fiecare capitol scris de Graham, veţi găsi un comentariu. În aceste călăuze pentru cititor, am introdus exemple recente care ar trebui să vă demonstreze cât de relevante – şi cât de emancipatoare – rămân principiile lui Graham.

Vă invidiez pentru încântarea şi revelaţia pe care vi le va produce prima – sau chiar a treia ori a patra – citire a capodoperei lui Graham. Asemenea tuturor lucrărilor clasice, ea ne schimbă felul de a vedea lumea şi se reînnoieşte pe ea formându-ne pe noi. Cu cât veţi citi mai mult din ea, cu atât vă va plăcea mai mult. Avându-l pe Graham drept călăuză, veţi deveni cu siguranţă un investitor cu mult mai inteligent.

[4] Textul reprodus aici (după care s-a făcut traducerea de faţă – n. tr.) este a patra ediţie revăzută, actualizată de Graham în 1971-1972 şi publicată iniţial în 1973.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

INTRODUCERE:

Ce-şi propune să realizeze această carte

Scopul acestei cărţi este să ofere, într-o formă convenabilă omului de rând, o călăuză în adoptarea şi aplicarea unei politici de investiţii financiare. Se va vorbi destul de puţin despre tehnica analizei titlurilor de valoare, acordându-se atenţie mai ales principiilor pe care se bazează investiţiile financiare şi atitudinii investitorilor. Vom face totuşi o serie de comparaţii succinte ale unor titluri de valoare – mai ales în perechi, aşa cum apar ele în lista Bursei de Valori New York – cu scopul de a-i arăta cititorului în mod concret elementele importante care trebuie luate în calcul la alegerea unor acţiuni ordinare.

Vom dedica însă un spaţiu larg evoluţiei în timp a pieţelor financiare, mergând în unele cazuri înapoi mai multe decenii. Pentru a investi în mod inteligent în titluri de valoare, trebuie să fii înarmat dinainte cu informaţii adecvate despre felul în care diversele tipuri de obligaţiuni şi acţiuni s-au comportat de fapt în diverse situaţii – cu unele dintre ele, cel puţin, sunt mari şanse să vă întâlniţi din nou în activitatea dumneavoastră. Nicio afirmaţie nu este mai adevărată şi nu se aplică mai bine la Wall Street ca faimosul avertisment al lui Santayana: „Cei ce nu-şi amintesc trecutul sunt condamnaţi să-l repete."

Cartea noastră se adresează investitorilor, care se deosebesc de speculatori, iar primul nostru obiectiv va fi să lămurim şi să scoatem în evidenţă această de acum aproape uitată deosebire. Putem spune pentru început că aceasta nu este o carte despre „cum se câştigă un milion". Nu există metode sigure şi simple de îmbogăţire pe Wall Street sau altundeva. Poate că este bine să subliniem ceea ce tocmai am spus făcând puţină istorie financiară – mai ales că vom trage mai multe învăţături din aceasta. În anul de vârf 1929, John J. Raskob, un personaj foarte important la nivel naţional, ca şi pe Wall Street, preamărea binefacerile capitalismului într-un articol din *Ladies's*

Home Journal intitulat „Toată lumea ar trebui să fie bogată."* Potrivit tezei acestuia, economisind doar 15 $ pe lună şi investindu-i în acţiuni ordinare – reinvestind dividendele – după 20 de ani s-ar ajunge la o avere de 80.000 $, în condiţiile în care contribuţiile nu ar totaliza decât 3.600 $. Dacă magnatul lui General Motors avea dreptate, aceasta era într-adevăr o cale simplă de îmbogăţire. Câtă dreptate avea? Un calcul aproximativ – bazat pe ipoteza că s-a investit în cele 30 de acţiuni care alcătuiesc indicele Dow Jones Industrial Average (DJIA) – indică faptul că, dacă s-ar fi respectat recomandarea lui Raskob în perioada 1929-1948, capitalul deţinut de investitor la începutul anului 1949 ar fi valorat cam 8.500 $. Suma respectivă este foarte departe de cea promisă de marele om, de 80.000 $, şi arată câtă bază se poate pune pe asemenea asigurări şi prognoze optimiste. Dar, în treacăt fie spus, ar trebui să remarcăm că randamentul realizat efectiv în cei 20 de ani ar fi fost mai mare decât cel anual compus de 8% – şi aceasta în ciuda faptului că investitorul ar fi început să cumpere acţiuni când DJIA era de 300, iar evaluarea s-ar fi făcut la ultimul nivel înregistrat de indice în 1948, de 177. Acest rezultat poate fi considerat un argument convingător în favoarea principiului achiziţiei lunare regulate a unor acţiuni ordinare în orice împrejurare – program cunoscut sub denumirea de „strategie a plasamentelor constante."

Cum cartea noastră nu se adresează speculatorilor, ea nu este destinată celor care fac tranzacţii pe piaţă. Majoritatea acestor persoane se ghidează după grafice sau alte mijloace, în general mecanice, de determinare a momentelor oportune pentru vânzare şi cumpărare. Singurul principiu care se aplică aproape tuturor acestor aşa-zise „abordări tehnice" este acela că trebuie să cumperi *pentru că* o acţiune sau piaţa în ansamblu a urcat şi trebuie să vinzi *pentru că* aceasta a coborât. Este exact opusul principiului sănătos care se aplică în orice

---

* Raskob (1879-1950) a fost director la Du Pont, marea companie din industria chimică, şi preşedinte al comitetului de finanţe de la General Motors. A funcţionat de asemenea ca preşedinte al Partidului Democrat şi a fost cel care a impulsionat construcţia Empire State Building. Calculele făcute de profesorul de finanţe Jeremy Siegel confirmă faptul că, potrivit schemei lui Raskob, după 20 de ani s-ar fi strâns cu puţin sub 9.000 $, cu toate că inflaţia ar fi anulat o mare parte a câştigului. Pentru cea mai bună analiză recentă a concepţiilor lui Raskob cu privire la plasamentele bursiere pe termen lung, a se vedea eseul consilierului financiar William Bernstein la adresa de internet www.efficientfrontier.com/ef/197/raskob.htm.

Scanned with OKEN Scanner

altă afacere, fiind foarte mici şanse ca el să poată asigura un succes durabil pe Wall Street. În cei peste 50 de ani cât am lucrat şi am studiat piaţa bursieră, n-am cunoscut nicio persoană care să fi obţinut în mod constant sau durabil câştiguri „urmând piaţa". Nu ezităm să afirmăm că această abordare este pe atât de înşelătoare pe cât este de populară. Vom ilustra ceea ce tocmai am spus – cu toate că aceasta nu trebuie considerată, bineînţeles, o dovadă – printr-o scurtă analiză ulterioară a faimoasei teorii a lui Dow cu privire la tranzacţiile bursiere.*

De la prima apariţie a „Investitorului inteligent" în 1949, s-au publicat ediţii revăzute ale acesteia la intervale de aproximativ cinci ani. În actualizarea versiunii de faţă, va trebui să ţinem seama de foarte multe fenomene noi petrecute de la apariţia ediţiei din 1965. Dintre acestea fac parte:

1. Creşterea fără precedent a ratei dobânzii la obligaţiunile foarte bine cotate.
2. Scăderea cu circa 35% a preţului principalelor acţiuni ordinare, care s-a încheiat în mai 1970. Aceasta a fost cea mai mare scădere procentuală din ultimii 30 de ani. (Nenumărate acţiuni de ocazie au înregistrat o reducere mult mai mare.)
3. Creşterea continuă a preţurilor cu ridicata şi cu amănuntul, care s-a produs chiar şi în condiţiile scăderii volumului general al afacerilor din 1970.
4. Dezvoltarea rapidă a companiilor „conglomerat", a operaţiunilor tip franciză şi a altor forme relativ noi apărute în afaceri şi finanţe. (Dintre acestea fac parte un număr de mecanisme complexe, cum ar fi „acţiunea neînregistrată"[1], proliferarea warantelor cu opţiune, denumirile înşelătoare, folosirea băncilor străine şi altele.)†

---

* „Scurta analiză" a lui Graham cuprinde două părţi, la p. 35 şi la pp. 201-202. Pentru mai multe amănunte despre teoria lui Dow, a se vedea http://viking.com.yale.edu/will/dow/dowpage.html.

† Fondurile mutuale cumpărau „acţiuni neînregistrate" în cadrul unor tranzacţii private, iar după aceea creşteau imediat preţul acestor acţiuni în cadrul unor tranzacţii publice (a se vedea definiţia lui Graham la p. 601). Acest lucru le-a permis respectivelor fonduri „speculative" să înregistreze, la mijlocul anilor 1960, randamente mari, neviabile. Comisia de Valori Mobiliare şi Burse a SUA a pus capăt acestui abuz în 1969, el nemaiprezentând interes pentru cei care investesc în fonduri. Warantele cu opţiune sunt explicate în capitolul 16.

Scanned with OKEN Scanner

5. Falimentul celor mai mari societăţi de cale ferată de la noi, îndatorarea exagerată pe termen scurt şi lung a multor companii altădată solide şi chiar o problemă supărătoare de solvabilitate a unor agenţii de pe Wall Street.*
6. Apariţia modei „performanţei" în managementul fondurilor de investiţii, inclusiv al unor fonduri fiduciare operate de bănci, cu rezultate neliniştitoare.

Aceste fenomene vor beneficia de atenţia noastră, iar unele ne vor obliga să operăm schimbări în concluziile şi temele dominante abordate în ediţia anterioară. Principiile de bază ale plasamentelor eficace n-ar trebui să se modifice de la un deceniu la altul, însă aplicarea acestor principii trebuie să se adapteze la schimbările semnificative pe care le suferă mecanismele şi climatul financiar.

Ultima afirmaţie a fost pusă la încercare în timp ce scriam ediţia de faţă, a cărei primă formă am definitivat-o în ianuarie 1971. Pe atunci, DJIA se afla într-o revenire puternică după minimul de 632 înregistrat în 1970 şi urca spre un maxim de 951 în 1971, cu un optimism general corespunzător. Când am terminat ultima formă, în noiembrie 1971, piaţa se afla în agonia unui nou declin, acesta trăgând indicele în jos la nivelul de 797 şi făcând să revină neliniştea generală cu privire la viitorul ei. Nu am permis acestor fluctuaţii să influenţeze atitudinea noastră generală faţă de politica judicioasă de investiţii, care rămâne în esenţă neschimbată de la apariţia primei ediţii a acestei cărţi în 1949.

Amploarea declinului pieţei din 1969-1970 ar fi trebuit să servească la risipirea unei iluzii care ajunsese să câştige teren în ultimele două decenii. Aceasta consta în ideea că principalele acţiuni ordinare puteau fi cumpărate în orice moment şi la orice preţ, având siguranţa nu doar a obţinerii unui profit final, ci şi a faptului că orice pierdere suferită între timp va fi recuperată prin revenirea pieţei la un nou nivel

---

* Penn Central Transportation Co., pe atunci cea mai mare societate de cale ferată din SUA, a intrat sub protecţia Legii falimentului pe 21 iunie 1970 – şocându-i pe investitori, care nu se aşteptaseră ca o companie atât de mare să dea vreodată faliment (a se vedea p. 441-442). Dintre companiile cu datorii „exagerat" de mari, Graham se gândea la Ling-Temco-Vought şi National General Corp. (a se vedea pp. 425 şi 463). „Problema solvabilităţii" de pe Wall Street s-a manifestat între 1968 şi 1971, când câteva renumite case de brokeraj au dat brusc faliment.

Scanned with OKEN Scanner

maxim. Era prea frumos ca să fie adevărat. În cele din urmă, piața bursieră a „revenit la normal", în sensul că atât speculatorii, cât și investitorii trebuie să se pregătească iarăși pentru scăderi și creșteri semnificative și, eventual, prelungite ale valorii capitalului pe care îl dețin.

În sectorul numeroaselor acțiuni ordinare din categoria a doua și a treia, mai ales ale întreprinderilor recent înscrise la tranzacționare, dezastrul provocat de ultima prăbușire a pieței a fost catastrofal. N-a fost ceva nou în sine – un lucru asemănător se întâmplase în 1961-1962 – dar de data aceasta exista un element nou în faptul că unele fonduri de investiții aveau plasamente importante în acțiuni puternic speculative și evident supraevaluate de acest gen. Este limpede că nu numai debutantul trebuie să fie avertizat asupra faptului că, deși entuziasmul poate fi necesar pentru obținerea unor rezultate deosebite în alte sectoare, pe Wall Street el duce aproape invariabil la dezastru.

Principala problemă de care va trebui să ne ocupăm este consecința creșterii uriașe a ratei dobânzii la obligațiunile foarte bine cotate. De la sfârșitul anului 1967, investitorul a putut să obțină de la asemenea obligațiuni un venit de peste două ori mai mare decât dividendele aduse de acțiunile ordinare reprezentative. La începutul lui 1972, randamentul celor mai bine cotate obligațiuni era de 7,19%, comparativ cu numai 2,76%, randamentul acțiunilor industriale. (A se compara cu 4,40%, respectiv 2,92%, cât erau la sfârșitul lui 1964.) Este greu să ne închipuim că, atunci când am publicat pentru prima oară această carte, în 1949, cifrele erau aproape exact pe dos: obligațiunile aduceau un câștig de numai 2,66%, iar acțiunile, unul de 6,82%[2]. În edițiile anterioare, recomandam cu insistență ca măcar 25% din portofoliul unui investitor prudent să fie format din acțiuni ordinare, noi preferând în general o împărțire de 50%-50% între cele două instrumente. Acum trebuie să ne gândim dacă marele avans pe care-l are în prezent randamentul obligațiunilor față de cel al acțiunilor ar justifica plasarea întregului capital în obligațiuni până la restabilirea unui raport mai rezonabil, cum credem noi că se va întâmpla. În mod firesc, chestiunea inflației permanente va juca un rol foarte important în luarea unei asemenea decizii. Acestei analize îi va fi dedicat un capitol întreg.*

---

* A se vedea capitolul 2. La începutul anului 2003, obligațiunile Trezoreriei SUA cu scadență la 10 ani aduceau un câștig de 3,8%, în vreme ce acțiunile (ținând cont de indicele Dow Jones Industrial Average) aduceau un câștig de 1,9%. (De remarcat că raportul nu este deloc diferit de cel din 1964 la care

Scanned with OKEN Scanner

În trecut, am făcut o deosebire fundamentală între două feluri de investitori cărora li se adresează această carte – cel „defensiv" şi cel „întreprinzător". Investitorul „defensiv" (sau pasiv) va pune accentul în primul rând pe evitarea greşelilor grave sau a pierderilor. În al doilea rând, se va feri de eforturi, încurcături şi nevoia de a lua frecvent decizii. Trăsătura determinantă a investitorului întreprinzător (activ sau agresiv) este disponibilitatea lui de a acorda timp şi atenţie selectării acelor titluri de valoare care sunt atât viabile, cât şi mai atrăgătoare decât media. Pe parcursul mai multor decenii, un investitor întreprinzător s-ar putea aştepta la o răsplată rezonabilă pentru abilitatea lui superioară şi efortul suplimentar depus, sub forma unui randament mediu mai bun decât cel realizat de investitorul pasiv. Avem unele îndoieli că, în condiţiile de astăzi, investitorul activ are siguranţa obţinerii unei recompense suplimentare cu adevărat însemnate. Însă la anul sau în anii următori, lucrurile pot sta cu totul altfel. Prin urmare, vom continua să acordăm atenţie posibilităţilor pe care le are investitorul întreprinzător, aşa cum au existat ele în perioadele anterioare şi cum ar mai putea exista încă.

De multă vreme se crede că arta investiţiilor financiare de succes constă în primul rând în alegerea acelor sectoare de activitate care au cele mai mari şanse de a se dezvolta în viitor şi apoi în identificarea celor mai promiţătoare companii din aceste sectoare. De exemplu, investitorii inteligenţi – sau consilierii lor inteligenţi – şi-ar fi dat de mult seama de marile posibilităţi de dezvoltare ale industriei calculatoarelor în general şi ale firmei International Business Machines în special. Iar lucrurile stau la fel pentru o serie de alte sectoare şi companii aflate în ascensiune. Ele nu sunt însă atât de simple pe cât par întotdeauna atunci când sunt privite retrospectiv. Pentru a lămuri acest aspect încă de la început, permiteţi-ne să adăugăm aici un paragraf pe care l-am inclus pentru prima oară în ediţia din 1949 a acestei cărţi.

> Un asemenea investitor poate de exemplu să cumpere acţiuni în domeniul transporturilor aeriene deoarece crede că viitorul lor este mai strălucit decât tendinţa pe care piaţa o reflectă deja. Pentru acest

---

face referire Graham.) Venitul adus de obligaţiunile cel mai bine cotate a scăzut constant începând din anul 1981.

Scanned with OKEN Scanner

gen de investitor, valoarea cărţii noastre va rezida mai mult în semnalele de alarmă trase de aceasta în privinţa capcanelor ascunse în abordarea investiţională pe care o preferă el decât în vreo tehnică sigură care-l va ajuta să meargă pe drumul ales.*

Capcanele s-au dovedit a fi deosebit de periculoase în sectorul pe care l-am menţionat. Era desigur simplu să prognozezi că volumul traficului aerian va creşte spectaculos de-a lungul anilor. Datorită acestui aspect, acţiunile firmelor respective au devenit o alegere preferată a fondurilor de investiţii. În ciuda creşterii veniturilor însă – într-un ritm chiar mai mare decât în industria calculatoarelor – o serie de probleme tehnologice combinate cu mărirea exagerată a capacităţii au contribuit la obţinerea unor profituri fluctuante, chiar dezastruoase. În 1970, deşi s-au înregistrat noi valori maxime ale traficului, companiile de transport aerian le-au confirmat acţionarilor că au suferit o pierdere de circa 200 de milioane $. (Ele mai prezentaseră pierderi în 1945 şi 1961.) Acţiunile acestor companii au prezentat din nou, în 1969-1970, un declin şi mai puternic decât cel înregistrat de piaţă în ansamblu. Datele arată că şi experţii cu normă întreagă foarte bine plătiţi ai fondurilor mutuale s-au înşelat cu totul în privinţa viitorului imediat al unui sector important şi fără aspecte obscure.

Pe de altă parte, în vreme ce fondurile de investiţii aveau plasamente substanţiale în acţiuni IBM care le aduceau câştiguri substanţiale, preţul evident ridicat al acestora şi imposibilitatea de a fi *sigur* în privinţa ritmului de creştere a acestuia i-au împiedicat să investească mai mult de, să zicem, 3% din fonduri în acţiunile acestei firme foarte performante. Drept urmare, efectul acestei excelente alegeri asupra rezultatelor lor de ansamblu n-a fost deloc determinant. În plus, multe

---

* „Acţiunile firmelor de transport aerian" au stârnit, bineînţeles, un interes la fel de mare la sfârşitul anilor 1940 şi începutul anilor 1950 ca interesul stârnit de acţiunile firmelor de pe Internet o jumătate de veac mai târziu. Dintre cele mai căutate fonduri mutuale din acea perioadă făceau parte Aeronautical Securities şi Missiles-Rockets-Jets & Automation Fund. Acestea, asemenea acţiunilor pe care le deţineau, s-au dovedit a fi un dezastru pentru investitori. Astăzi se acceptă îndeobşte faptul că profitul net cumulat al sectorului transporturilor aeriene pe toată perioada existenţei sale a fost negativ. Ideea pe care o sugerează Graham nu este aceea că ar trebui să evitaţi să cumpăraţi acţiuni ale firmelor de transport aerian, ci că n-ar trebui să cedaţi niciodată în faţa „certitudinii" că un anumit sector va fi mai performant decât toate celelalte în viitor.

Scanned with OKEN Scanner

– dacă nu cele mai multe – dintre investiţiile lor în acţiuni ale companiilor din industria calculatoarelor altele decât IBM par a fi fost nerentabile. Din aceste două exemple cu caracter general, desprindem două învăţăminte pentru cititorii noştri:

1. Perspectivele evidente de dezvoltare materială ale unui domeniu nu se traduc în profituri evidente pentru investitori.
2. Experţii nu au metode sigure de selecţie şi concentrare asupra celor mai promiţătoare companii din cele mai promiţătoare sectoare de activitate.

Autorul n-a folosit această manieră de abordare în cariera lui de administrator de fond şi deci nu poate oferi nici sfaturi concrete, nici prea multe încurajări celor care ar putea dori s-o încerce.

Şi atunci ce ne vom propune să realizăm în această carte? Principalul nostru obiectiv va fi să-l ajutăm pe cititor să evite posibilele erori grave şi să elaboreze strategii care să-i fie pe plac. Vom vorbi destul de mult despre psihologia investitorilor. Căci, de fapt, principala problemă a investitorului – şi chiar cel mai mare duşman al său – este probabil el însuşi. („De vină, dragă investitorule, nu sunt astrele – nici acţiunile noastre – ci noi înşine...") Acest lucru s-a dovedit a fi şi mai adevărat în ultimele decenii, când investitorii prudenţi s-au văzut şi mai mult obligaţi să cumpere acţiuni ordinare şi astfel să se expună, vrând-nevrând, entuziasmului şi tentaţiilor pieţei bursiere. Prin argumente, exemple şi poveţe, sperăm să-i ajutăm pe cititorii noştri să-şi formeze o atitudine intelectuală şi emoţională adecvată faţă de deciziile de investiţii. I-am văzut câştigând şi *păstrând* mult mai mulţi bani pe „oamenii obişnuiţi", înzestraţi cu un temperament potrivit pentru activitatea de investiţii decât pe cei care nu aveau această calitate, chiar dacă aveau vaste cunoştinţe de finanţe, contabilitate şi tranzacţii bursiere.

În plus, sperăm să-i insuflăm cititorului înclinaţia spre măsurare sau cuantificare. Pentru 99 de acţiuni din 100, am putea spune că, la un anumit preţ, ele sunt suficient de ieftine pentru a le cumpăra, iar la un alt preţ ar fi atât de scumpe, încât ar trebui să fie vândute. Obiceiul de a raporta ceea ce se plăteşte la ceea ce se oferă este o calitate inestimabilă în investiţii. Într-un articol publicat cu mulţi ani în urmă într-o revistă pentru femei, îi sfătuiam pe cititori să cumpere acţiuni ca

Scanned with OKEN Scanner

BIBLIOTECA ACADEMIEI DE STUDII ECONOMICE

şi cum ar cumpăra nişte drogherii, nu un parfum. Pierderile cu adevărat teribile din ultimii ani (şi din multe alte perioade similare anterioare) s-au înregistrat la acele emisiuni de acţiuni ordinare pe care, cumpărându-le, investitorul a uitat să se întrebe „cât valorează?".

În iunie 1970, la întrebarea „cât valorează?" se putea răspunde prin cifra magică 9,40% – randamentul aferent emisiunilor noi de obligaţiuni foarte bine cotate ale companiilor de utilităţi publice. Acesta a scăzut acum la circa 7,3%, dar chiar şi acest randament ne tentează să ne întrebăm „de ce ar exista un alt răspuns?". Există însă alte răspunsuri posibile, iar acestea trebuie luate în considerare cu multă atenţie. În afară de acestea, repetăm, atât noi, cât şi cititorii noştri trebuie să fim pregătiţi dinainte pentru posibilitatea existenţei unor condiţii foarte diferite în perioada 1973-1977, de exemplu.

De aceea, vom prezenta în amănunţime un program efectiv de investiţii în acţiuni ordinare, dintre care o parte intră în sfera ambelor categorii de investitori, iar cealaltă parte este destinată mai ales celor întreprinzători. Poate părea curios că le vom sugera cititorilor noştri să se limiteze la acţiuni care nu se vând cu mult peste valoarea activelor tangibile aferente lor – aceasta fiind una dintre principalele noastre cerinţe.* Motivele care ne-au determinat să dăm acest sfat aparent depăşit sunt atât de ordin practic, cât şi de ordin psihologic. Experienţa ne-a învăţat că, deşi există multe companii în ascensiune care valorează de câteva ori mai mult decât activul lor net, cel care cumpără acţiuni ale acestora va depinde prea mult de capriciile şi fluctuaţiile pieţei bursiere. Dimpotrivă, cel care investeşte în acţiuni, să zicem, ale companiilor de utilităţi publice la un preţ apropiat de valoarea activului lor net poate să se considere întotdeauna posesorul unei participaţii la nişte afaceri viabile, aflate în plină expansiune, cumpărate la un preţ raţional – indiferent de părerea negativă a pieţei. Rezultatul final al unei asemenea politici prudente are şanse să se dovedească a fi mai bun decât cel al unor aventuri incitante în domenii atrăgătoare şi periculoase, care se anticipează că se vor dezvolta.

---

* Activele tangibile cuprind patrimoniul material al unei companii (precum proprietăţi imobiliare, fabrici, utilaje, stocuri), ca şi disponibilităţile financiare (cum ar fi lichidităţi, plasamente pe termen scurt, creanţe). Dintre elementele care nu fac parte din categoria activelor tangibile amintim mărcile de fabrică, patentele, francizele, fondul de comerţ şi mărcile de comerţ. Pentru a vedea cum se calculează valoarea activelor tangibile, a se consulta nota de subsol † de la p. 208.

Scanned with OKEN Scanner

Arta plasamentelor financiare are o trăsătură care nu este apreciată de toată lumea. Un rezultat lăudabil, chiar dacă nu deosebit, poate fi obţinut de un investitor obişnuit cu un minimum de efort şi abilitate; pentru a ridica însă această ştachetă uşor de atins, este nevoie de multă râvnă şi de ceva mai multă înţelepciune. Dacă nu încercaţi decât să dobândiţi *doar ceva* mai multe cunoştinţe şi deşteptăciune pentru a vă pune în practică programul de investiţii, în loc să obţineţi rezultate ceva mai bune decât în mod normal, aţi putea constata că rezultatele sunt mai slabe.

Cum oricine – doar cumpărând şi păstrând în portofoliu o serie de titluri reprezentative – poate egala performanţa indicilor de piaţă, s-ar părea că este relativ simplu să „baţi indicii"; în realitate însă, proporţia persoanelor inteligente care încearcă acest lucru şi dau greş este surprinzător de mare. Chiar majoritatea fondurilor de investiţii, cu tot personalul lor experimentat, n-a obţinut rezultate atât de bune ca piaţa în ansamblu. Legat de acest fapt este cel al previziunilor cu privire la piaţa bursieră date publicităţii de agenţiile de brokeraj, căci există dovezi solide conform cărora prognozele lor au fost oarecum mai puţin corecte decât simplul dat cu banul.

Scriind această carte, am încercat să am mereu în minte această capcană fundamentală a plasamentelor financiare. Avantajele unei politici simple de portofoliu au fost evidenţiate – cumpărarea unor obligaţiuni bine cotate plus a unei game diversificate de acţiuni ordinare performante – orice investitor putând-o folosi cu puţin ajutor specializat. Aventurarea dincolo de acest teritoriu sigur a fost prezentată ca fiind plină de dificultăţi, în special de ordin temperamental. Înainte de a încerca o asemenea aventură, investitorul trebuie să fie sigur de el însuşi şi de consilierii săi – să ştie mai ales dacă aceştia au o idee clară despre diferenţele dintre investiţie şi speculaţie, precum şi dintre preţul pieţei şi valoarea implicită.

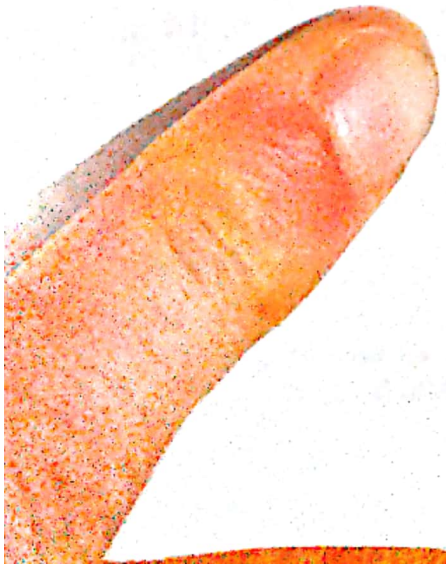
O manieră bine determinată de abordare a plasamentelor financiare, bazată ferm pe principiul marjei de siguranţă, vă poate aduce o frumoasă recompensă. Decizia de a încerca să obţineţi această remuneraţie în locul roadelor sigure ale plasamentelor defensive n-ar trebui s-o luaţi decât după o profundă autoanaliză.

Şi un ultim gând retrospectiv. Când, tânăr fiind, autorul a ajuns pe Wall Street în iunie 1914, nimeni nu avea nici cea mai mică idee despre ce avea să aducă următoarea jumătate de secol. (Piaţa bursieră

Scanned with OKEN Scanner

nici măcar nu suspecta că, peste două luni, urma să izbucnească un război mondial, care avea să ducă la închiderea Bursei de Valori New York.) Acum, în 1972, suntem țara cea mai bogată și cea mai puternică de pe pământ, dar suntem asaltați de tot felul de probleme majore și, în loc să fim încrezători, suntem mai neliniștiți în privința viitorului. Totuși, dacă ne gândim numai la practica americană din domeniul plasamentelor financiare, putem găsi în ultimii 57 de ani motive ca să fim oarecum liniștiți. În ciuda tuturor vicisitudinilor și accidentelor, pe cât de zguduitoare, pe atât de neprevăzute, a rămas valabil faptul că principiile sănătoase ale plasamentelor financiare dau în general rezultate bune. Trebuie să pornim de la premisa că vor continua să facă acest lucru.

Notă către cititor: Această carte nu se ocupă cu întreaga politică financiară a investitorilor și a celor care vor să economisească; se ocupă numai cu acea parte a fondurilor acestora pe care ei sunt pregătiți s-o plaseze în titluri de valoare vandabile (sau răscumpărabile), adică în obligațiuni și acțiuni. Prin urmare, nu vom discuta despre instrumente importante precum conturile de economii și depunerile la termen, conturile create la asociațiile de economii și credit, asigurările de viață, rentele anuale și ipotecile imobiliare sau proprietatea asupra capitalului locativ. Cititorul ar trebui să aibă în vedere faptul că, atunci când va întâlni în text cuvântul „acum", sau un echivalent al său, acesta se referă la sfârșitul anului 1971 sau începutul anului 1972.



Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA INTRODUCERE

„Dacă ai construit castele în aer, munca ta nu trebuie să se piardă; acolo trebuie să se afle ele. Acum pune-le o fundație."

Henry David Thoreau, „Walden"

Să remarcăm că Graham anunță încă de la început faptul că această lucrare nu vă va spune cum să bateți piața. Nicio carte demnă de crezare nu vă poate spune acest lucru.

În schimb, ea vă va învăța trei lucruri esențiale:

- cum să reduceți la minimum probabilitatea de a suferi pierderi ireversibile;
- cum să sporiți la maximum șansele de a obține câștiguri viabile;
- cum să vă controlați comportamentul autodistructiv care îi împiedică pe majoritatea investitorilor să-și valorifice la maximum potențialul.

În perioada de avânt de la sfârșitul anilor 1990, când acțiunile firmelor de înaltă tehnologie păreau a-și dubla valoarea în fiecare zi, ideea că ți-ai putea pierde aproape toți banii părea absurdă. Dar, până la sfârșitul lui 2002, multe dintre acțiunile firmelor de pe Internet și ale celor de telecomunicații își pierduseră 95% din valoare sau chiar mai mult. Din moment ce pierzi 95% din bani, trebuie să obții un câștig de 1.900% *doar ca să ajungi de unde ai plecat.*[1] Asumarea necugetată a unui risc vă poate afunda atât de mult, încât vă va fi practic imposibil să mai ieșiți la suprafață. Iată de ce Graham accentuează în mod constant importanța evitării pierderilor – nu doar în capitolele 6, 14 și 20, ci și în avertismentele strecurate în toată lucrarea.

Indiferent însă cât de prudent sunteți, prețul plasamentelor dumneavoastră *va* scădea din când în când. Deși nimeni nu poate elimina acest risc, Graham vă va arăta cum să-l țineți sub control și cum să vă stăpâniți temerile.

---

[1] Ca să înțelegeți ce înseamnă acest lucru, gândiți-vă cât de des vi se întâmplă să cumpărați o acțiune cu 30 $ și s-o vindeți cu 600 $.

Scanned with OKEN Scanner

SUNTEȚI UN INVESTITOR INTELIGENT?

Să răspundem acum la o întrebare absolut importantă. Ce înțelege de fapt Graham printr-un investitor „inteligent"? În prima ediție a cărții de față, Graham definește acest termen – și explică faptul că acest gen de inteligență nu are nicio legătură cu coeficientul de inteligență sau cu rezultatele obținute la examenul de admitere la facultate. Înseamnă pur și simplu să fii răbdător, disciplinat și dornic să înveți; trebuie, de asemenea, să-ți poți ține în frâu sentimentele și să gândești cu capul tău. Acest gen de inteligență, explică Graham, „este o trăsătură care ține mai mult de caracter decât de creier."[2]

Există dovezi că un coeficient de inteligent ridicat și o pregătire superioară nu sunt suficiente pentru ca un investitor să fie inteligent. În 1998, Long-Term Capital Management L.P., un fond mutual protejat condus de un batalion de matematicieni, informaticieni și doi economiști laureați ai premiului Nobel, a pierdut peste 2 miliarde $ în numai câteva săptămâni mizând foarte mult pe faptul că piața obligațiunilor va reveni la „normal". Însă piața obligațiunilor a ținut-o pe a ei, devenind din ce în ce mai anormală – iar LTCM împrumutase atâția bani, încât prăbușirea lui aproape că a dat peste cap sistemul financiar global.[3]

În primăvara anului 1720, Sir Isaac Newton avea acțiuni la Compania Mărilor Sudului, cele mai căutate acțiuni din Anglia. Sesizând că piața o ia razna, marele fizician a mormăit că ar putea „determina mișcările corpurilor cerești, dar nu și nebunia oamenilor". Newton a vândut acțiunile pe care le avea, încasând un profit de 100%, totalizând 7.000 £. După numai câteva luni însă, acaparat de entuziasmul sălbatic al pieței, Newton a cumpărat din nou, la un preț mult mai mare – și a pierdut 20.000 £ (sau peste 3 milioane $ în banii de astăzi). Tot restul vieții sale, el a interzis oricui să pronunțe cuvintele „Mările Sudului" în prezența sa.[4]

Sir Isaac Newton a fost unul dintre cei mai inteligenți oameni care au trăit vreodată, dacă ne luăm după felul în care cei mai mulți dintre noi definesc inteligența. Raportându-ne însă la criteriile lui Graham, Newton a fost departe de a fi un investitor inteligent. Îngăduind ca

---

[2] Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, 1949), p. 4.

[3] Un „fond mutual protejat" este o sumă de bani, în general necontrolată de stat, investită în mod agresiv în beneficiul unor clienți bogați. Pentru o superbă relatare a poveștii LTCM, a se vedea Roger Lowenstein, *When Genius Failed* (Random House, 2000).

[4] John Carswell, *The South Sea Bubble* (Cresset Press, Londra, 1960), pp. 131, 199. A se vedea și www.harvard-magazine.com/issues/mj99/damnd.html.

Scanned with OKEN Scanner

vuietul mulțimii să-i influențeze judecata, cel mai mare om de știință al lumii s-a comportat ca un idiot.

Pe scurt, dacă până acum ați pierdut făcând plasamente financiare, înseamnă că sunteți prost. Înseamnă că, la fel ca Sir Isaac Newton, nu v-ați format disciplina emoțională necesară pentru a investi cu succes. În capitolul 8, Graham arată cum vă puteți pune în valoare inteligența stăpânindu-vă sentimentele și refuzând să cedați în fața comportamentului irațional al pieței. Acolo vă veți putea însuși ideea sa potrivit căreia a fi un investitor inteligent este mai mult o chestiune de „caracter" decât de „minte."

O CRONICĂ A CALAMITĂȚILOR

Acum să ne oprim o clipă și să aruncăm o privire la câteva dintre principalele evenimente financiare ale ultimilor ani:

1. Cea mai mare prăbușire a pieței de după Marea Criză Economică, acțiunile companiilor americane pierzând 50,2% din valoare – sau *7.200 de miliarde $* – între martie 2000 și octombrie 2002.
2. O scădere mult mai mare a prețului acțiunilor celor mai căutate companii din anii 1990, printre care AOL, Cisco, JDS Uniphase, Lucent și Qualcomm – plus lichidarea absolută a sute de firme care operau pe Internet.
3. Acuzațiile de fraude financiare masive aduse unora dintre cele mai mari și mai respectate corporații din America, printre care Enron, Tyco și Xerox.
4. Falimentele unor companii cândva strălucitoare, cum ar fi Conseco, Global Crossing și WorldCom.
5. Acuzațiile potrivit cărora firmele de contabilitate ar fi falsificat documentele și chiar ar fi distrus înregistrări, pentru a-i ajuta pe clienți să-i înșele pe investitori.
6. Acuzațiile conform cărora managerii principalelor companii ar fi deturnat sute de milioane de dolari în buzunarele proprii.
7. Dovada că analiștii financiari de pe Wall Street făceau reclamă în mod public unor acțiuni, dar, în cercurile private, recunoșteau că acestea nu fac doi bani.
8. O piață bursieră care, și după teribilul ei declin, pare a fi supraevaluată potrivit criteriilor folosite în trecut, ceea ce le sugerează multor experți faptul că acțiunile urmează să mai scadă.

Scanned with OKEN Scanner

9. Un declin neîncetat al ratelor dobânzilor care nu le-a lăsat investitorilor nicio alternativă atrăgătoare la plasamentele în acțiuni.
10. Un mediu investițional dominat de imprevizibila amenințare a terorismului global şi a războiului din Orientul Mijlociu.

O mare parte a prejudiciului ar fi putut să fie (şi a fost!) evitată de investitorii care şi-au însuşit şi au aplicat principiile lui Graham. După cum se exprima acesta, „deşi entuziasmul poate fi necesar pentru obținerea unor rezultate deosebite în alte sectoare, pe Wall Street el duce aproape invariabil la dezastru". Lăsându-se purtați de val – al acțiunilor firmelor de pe Internet, al acțiunilor cu „creştere" substanțială, al acțiunilor în ansamblu – mulți au făcut aceleaşi greşeli stupide ca Sir Isaac Newton. Ei au permis ca judecățile altor investitori să le determine pe ale lor. Au ignorat avertismentul lui Graham potrivit căruia „pierderile cu adevărat teribile" apar întotdeauna atunci când „investitorul a uitat să se întrebe «cât valorează?»". Lucrul cel mai dureros dintre toate a fost acela că, pierzându-şi autocontrolul tocmai când aveau mai multă nevoie de el, aceşti oameni au demonstrat valabilitatea afirmației lui Graham potrivit căreia „principala problemă a investitorului – şi chiar cel mai mare duşman al său – este probabil el însuşi."

ACEL LUCRU SIGUR CARE NU S-A ÎNTÂMPLAT

Mulți dintre oamenii aceia s-au lăsat luați de valul acțiunilor firmelor de înaltă tehnologie şi de pe Internet, dând crezare publicității exagerate conform căreia industria tehnologiilor de vârf se va dezvolta mai mult decât toate celelalte în anii următori, dacă nu pe vecie:

- La mijlocul anului 1999, după ce a obținut un randament de 117,3% doar în primele cinci luni ale anului, Alexander Cheung, manager de portofoliu la Monument Internet Fund, a prevăzut că fondul său va avea un câştig anual de 50% în următorii trei-cinci ani şi o medie anuală de 35% „în următorii 20 de ani"[5].

[5] Constance Loizos, „Q&A: Alex Cheung", *InvestmentNews*, 17 mai 1999, p. 38. Cel mai mare randament înregistrat vreodată de un fond mutual într-o perioadă de 20 de ani a fost de 25,8% pe an, recordul aparținând legendarului Peter Lynch de la Fidelity Magellan şi fiind înregistrat în cele două decenii care s-au încheiat pe 31 decembrie 1994. Performanța lui Lynch a făcut ca o sumă

Scanned with OKEN Scanner

- După ce Amerindo Technology Fund a atins un randament incredibil de 248,9% în 1999, managerul de portofoliu al acestuia, Alberto Vilar, a ridiculizat pe oricine a îndrăznit să se îndoiască de faptul că Internetul este o maşină perpetuă de făcut bani: „Dacă eşti scos din acest sector, performanţele tale vor scădea. Tu eşti într-o trăsură, iar eu sunt într-un Porsche. Nu-ţi place să-ţi poţi mări investiţia de zece ori? Atunci du-te la altul."[6]
- În februarie 2000, James J. Cramer, administratorul unui fond mutual protejat, a anunţat că firmele cu activităţi pe Internet „sunt singurele la care merită să ai acţiuni în acest moment". Aceste „câştigătoare ale lumii noi", cum le-a numit el, „sunt singurele care ating niveluri mereu mai înalte în zile bune şi în zile rele". Cramer a încercat chiar să-l critice pe Graham: „Trebuie să aruncaţi la gunoi toate matricele, formulele şi cărţile care au existat înainte de Web... Dacă am folosi ceea ce ne-au învăţat Graham şi Dodd, n-am avea un sfanţ în portofoliu."[7]

Toţi aceşti aşa-zişi experţi au ignorat avertismentul serios lansat de Graham: „Perspectivele evidente de dezvoltare materială ale unui domeniu nu se traduc în profituri evidente pentru investitori." Deşi pare simplu să anticipezi care domeniu se va dezvolta cel mai repede, acea capacitate de previziune nu are nicio valoare reală dacă majoritatea

---

de 10.000 $ să se transforme, după 20 de ani, în peste 982.000 $. Cheung anticipa că fondul lui avea să transforme cele 10.000 $ în peste 4 milioane $ în aceeaşi perioadă. În loc să-l considere pe Cheung mult prea optimist, investitorii şi-au dat banii pe mâna lui, băgând în anul următor peste 100 de milioane $ în fondul acestuia. O sumă de 10.000 $ investită în Monument Internet Fund în mai 1999 avea să mai valoreze doar circa 2.000 $ la sfârşitul anului 2002. (Fondul respectiv nu mai există în forma lui originală, fiind cunoscut acum sub denumirea de Orbitex Emerging Technology Fund.)

[6] Lisa Reilly Cullen, „The Triple Digit Club", *Money*, decembrie 1999, p. 170. Dacă aţi fi investit 10.000 $ în fondul lui Vilar la sfârşitul lui 1999, aţi fi rămas la finele anului 2002 cu numai 1.195 $ – una dintre cele mai mari catastrofe investiţionale din istoria fondurilor mutuale.

[7] A se vedea www.thestreet.com/funds/smarter/891820.html. Acţiunile preferate ale lui Cramer nu au atins „niveluri mereu mai înalte în zile bune şi în zile rele". La sfârşitul anului 2002, una din zece firme dăduse deja faliment, iar o investiţie de 10.000 $ repartizată în mod egal la firmele preferate de Cramer ar fi pierdut 94% din valoare, iar dumneavoastră aţi mai fi rămas în total cu 597,44 $. Poate Cramer a vrut să spună că acţiunile lui vor fi „câştigătoare" nu în „noua lume", ci în cea care va veni.

Scanned with OKEN Scanner

investitorilor aşteaptă deja acelaşi lucru. În momentul în care toată lumea stabileşte că un anumit domeniu este „în mod evident" cel mai propice investiţiilor, preţurile acţiunilor firmelor din acel domeniu ating un nivel atât de ridicat, încât randamentul acestora nu mai are unde să se ducă decât în jos.

Deocamdată cel puţin, nimeni nu are tupeul să încerce să susţină că industria tehnologiilor de vârf va continua să fie domeniul cu cea mai mare expansiune din lume. Să ţineţi însă minte un lucru: cei care susţin acum că următorul „lucru sigur" va fi sectorul sanitar, cel energetic, cel imobiliar sau cel al aurului probabil că nu vor avea până la urmă mai multă dreptate decât s-a dovedit a avea cei care au făcut publicitate industriei tehnologiilor de vârf.

PARTEA BUNĂ

Dacă, în anii 1990, preţul acţiunilor părea a creşte la infinit, în 2003 am ajuns în situaţia ca acesta să pară a scădea la infinit. S-a trecut dintr-o extremă în alta, aşa cum ştia Graham că se întâmplă întotdeauna, de la exuberanţa iraţională la pesimismul nejustificat. În 2002, investitorii au retras 27 de miliarde $ de la fondurile mutuale cu plasamente în acţiuni, iar în urma unui studiu efectuat de Asociaţia Sectorului Valorilor Mobiliare s-a constatat că unu din zece investitori îşi redusese plasamentele în acţiuni cu cel puţin 25%. Aceiaşi oameni care erau nerăbdători să cumpere acţiuni la sfârşitul anilor 1990 – când preţul acestora creştea şi deci ele se scumpeau – au vândut acţiunile în momentul în care preţul lor a scăzut şi, prin definiţie, ele s-au ieftinit.

Aşa cum demonstrează într-un mod atât de strălucit Graham în capitolul 8, acest comportament este complet anapoda. Investitorul inteligent îşi dă seama că acţiunile devin mai riscante, nu mai puţin riscante, pe măsură ce preţul lor creşte – şi mai puţin riscante, nu mai riscante, pe măsură ce preţul lor scade. Investitorul inteligent se teme de o piaţă în creştere, căci aceasta face ca acţiunile să se vândă mai scump. Şi invers (atâta vreme cât păstraţi suficiente disponibilităţi pentru a face faţă cheltuielilor), ar trebui să vă fie pe plac o piaţă în scădere, căci aceasta face ca acţiunile să fie oferite din nou spre vânzare.[8]

---

[8] De la această regulă face excepţie doar un investitor aflat în faza avansată a retragerii din activitate, care este posibil să nu reuşească să supravieţuiască unei piete aflate într-o scădere de durată. Dar nici chiar un

Scanned with OKEN Scanner

Deci fiți curajoși: moartea pieței în creștere nu este o veste proastă, așa cum crede toată lumea. Datorită scăderii prețului acțiunilor, acum este mult mai sigur – și mai logic – să faceți investiții masive. Citiți mai departe și lăsați-l pe Graham să vă arate cum.

investitor în vârstă n-ar trebui să-și vândă acțiunile doar pentru că prețul lor a scăzut; această strategie nu numai că transformă pierderile consemnate pe hârtie în pierderi reale, dar îi și privează pe moștenitorii lui de posibilitatea de a plăti pentru acele acțiuni o taxă de moștenire mai mică.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 1

Comparație între investiție și speculație: rezultatele la care trebuie să se aștepte investitorul inteligent

În acest capitol se vor schița punctele de vedere care vor fi dezvoltate pe parcursul lucrării. Dorim în mod deosebit să dezvoltăm la început conceptul nostru de politică de portofoliu adecvată investitorului individual, neprofesionist.

Comparație între investiție și speculație

Ce înțelegem prin „investitor"? În toată această carte, termenul respectiv va fi folosit în contradicție cu cel de „speculator". Încă în 1934, în manualul nostru intitulat „Analiza valorilor mobiliare"[1], am încercat să formulăm în mod exact deosebirea dintre cei doi termeni, în felul următor: „O operațiune de investiții este cea care, la o analiză foarte atentă, garantează recuperarea capitalului investit și obținerea unui câștig adecvat. Operațiunile care nu îndeplinesc aceste cerințe sunt speculative."

Deși am rămas fideli cu încăpățânare acestei definiții în următorii 38 de ani, merită să observăm schimbările radicale care s-au produs în modul de folosire a termenului „investitor" în această perioadă. După puternicul declin al pieței din 1929-1932, *toate* acțiunile ordinare au fost considerate ca fiind speculative prin însăși natura lor. (O mare autoritate în domeniu a afirmat de-a dreptul că numai în obligațiuni se poate investi.[2]) Astfel, a trebuit să ne apărăm în acel moment definiția împotriva acuzației conform căreia aceasta ar da o anvergură prea mare conceptului de investiție.

Acum preocuparea noastră este una contrară. Trebuie să-i împiedicăm pe cititorii noștri să accepte jargonul comun care aplică termenul „investitor" oricui operează pe piața bursieră. În ultima ediție a cărții noastre am citat următorul titlu al unui articol de pe prima pagină a numărului din iunie 1962 al celei mai importante publicații financiare de la noi:

Scanned with OKEN Scanner

PESIMIŞTI, MICII INVESTITORI VÂND FĂRĂ ACOPERIRE LOTURI INCOMPLETE

În octombrie 1970, în aceeaşi publicaţie apărea un editorial în care erau criticaţi „investitorii temerari", cum erau ei numiţi, care, de această dată, se grăbeau să cumpere.

Aceste citate ilustrează foarte bine confuzia care predomină de mulţi ani în folosirea cuvintelor „investiţie" şi „speculaţie". Gândiţi-vă la definiţia investiţiei sugerată de noi mai înainte şi comparaţi-o cu vânzarea câtorva pachete de acţiuni de către o persoană neexperimentată, care nici măcar nu posedă ceea ce vinde şi are convingerea, bazată în mare măsură pe o stare afectivă de moment, că va putea să le cumpere din nou la un preţ mult mai mic. (Nu este lipsit de relevanţă să remarcăm că, în 1962, când a apărut acel articol, piaţa înregistrase deja un declin semnificativ, iar în acel moment se pregătea pentru o ascensiune şi mai pronunţată. Era cel mai prost moment cu putinţă ca să vinzi fără acoperire.) Într-un sens mai larg, expresia folosită la urmă, „investitori temerari", ar putea fi considerată o contradicţie în termeni demnă de luat în râs – ceva de genul „avar cheltuitor" – dacă această întrebuinţare greşită a cuvintelor n-ar fi atât de vătămătoare.

Publicaţia respectivă a folosit în aceste situaţii cuvântul „investitor" pentru că, în limbajul liber de pe Wall Street, oricine cumpără sau vinde un titlu de valoare devine investitor, indiferent de ce cumpără, cu ce scop, la ce preţ sau dacă cumpără contra numerar ori în marjă. Comparaţi această situaţie cu atitudinea publicului faţă de acţiunile ordinare din 1948, când peste 90% dintre cei chestionaţi şi-au exprimat împotrivirea faţă de varianta cumpărării lor[3]. Aproape jumătate au motivat că „nu sunt sigure, sunt un plasament riscant" şi tot aproape jumătate că „nu sunt familiarizaţi cu ele".* Este chiar

---

* Sondajul la care face referire Graham a fost realizat pentru Fed (Sistemul Rezervelor Federale, autoritatea monetară centrală din SUA – n. tr.) de Universitatea Michigan şi a fost publicat în *Federal Reserve Bulletin* din iulie 1948. Oamenilor li s-a pus următoarea întrebare: „Să presupunem că o persoană decide să nu-şi cheltuiască banii. Ea poate fie să-i depună la o bancă, fie să-i plaseze în obligaţiuni, fie să-i investească. Care credeţi că ar fi cel mai înţelept lucru pe care l-ar putea face cu banii în ziua de azi: să-i depună la bancă, să cumpere obligaţiuni, să-i investească în proprietăţi imobiliare sau să cumpere acţiuni ordinare?" Doar 4% au considerat că acţiunile ordinare ar oferi un randament „satisfăcător"; 26% le-au considerat „nesigure" sau un „pariu".

Scanned with OKEN Scanner

ironic (dar nu surprinzător) faptul că plasamentele în acțiuni ordinare de tot felul erau considerate în general ca fiind puternic speculative sau riscante într-o vreme în care ele se vindeau la un preț foarte atrăgător, iar curând avea să înceapă cea mai mare ascensiune a lor din istorie; invers, chiar faptul că ele ajunseseră la un nivel care era fără îndoială unul periculos, judecat după *experiența din trecut*, le-a transformat ulterior în „investiții" și pe toți cumpărătorii de acțiuni, în „investitori."

Deosebirea dintre investiție și speculație cu acțiuni ordinare a avut întotdeauna utilitatea ei, iar dispariția acesteia este un motiv de îngrijorare. Am spus de multe ori că Wall Street, ca instituție, ar fi mai bine să reinstaureze această distincție și s-o evidențieze în toate tranzacțiile cu publicul. Altfel, bursele de valori ar putea fi învinuite într-o zi pentru masivele pierderi speculative, în privința cărora cei care le-au suferit n-au fost avertizați în mod corespunzător. Este la fel de ironic faptul că o mare parte a problemelor financiare din ultima vreme ale unor societăți de tranzacții bursiere pare a fi fost cauzată de includerea în propriul capital de risc a acțiunilor ordinare speculative. Noi avem încredere că cititorul acestei cărți își va face o idee destul de clară cu privire la riscurile inerente plasamentelor în acțiuni ordinare – riscuri care sunt inseparabile de șansele de câștig pe care acestea le oferă, amândouă trebuind să fie luate în calcul de investitor.

Ceea ce am spus mai înainte indică faptul că este posibil să nu mai existe o politică autentică de investiții bazată pe acțiuni ordinare reprezentative – în sensul că poți întotdeauna să aștepți să le cumperi la un preț care să nu presupună un risc de pierdere din diferența de curs sau „de cotație" prea mare pentru a fi neliniștitor. În majoritatea perioadelor, investitorul trebuie să recunoască existența unui *factor speculativ* în plasamentele sale în acțiuni ordinare. Este datoria lui să mențină această componentă la un nivel minim și să fie pregătit din punct de vedere financiar și psihologic pentru rezultate nefavorabile, care pot fi de scurtă sau lungă durată.

Între 1949 și 1958, piața bursieră a înregistrat unul dintre cele mai mari randamente pe 10 ani din existența ei, de 18,7% în medie pe an. În urma unui interesant sondaj, similar celui efectuat pentru Fed, realizat de *BusinessWeek* la sfârșitul anului 2002, s-a constatat că numai 24% dintre investitori ar fi dispuși să investească mai mult în fondurile lor mutuale sau în portofoliile lor de acțiuni, proporție mai mică decât cele 47 de procente înregistrate cu numai trei ani mai înainte.

Scanned with OKEN Scanner

Ar trebui adăugate două paragrafe despre speculația cu acțiuni în sine, privită separat de componenta speculativă, inerentă astăzi, a celor mai reprezentative acțiuni ordinare. Speculația propriu-zisă nu este nici ilegală, nici imorală, nici (pentru majoritatea oamenilor) aducătoare de mari câștiguri. Mai mult decât atât, oarece speculație este necesară și inevitabilă, căci, în multe situații, tranzacțiile cu acțiuni ordinare oferă posibilități substanțiale atât de câștig, cât și de pierdere, iar riscurile pe care le presupun ele trebuie asumate de cineva.* Există o speculație inteligentă, așa cum există o investiție inteligentă. Există însă numeroase modalități de speculație neinteligentă. Dintre acestea, cele mai importante sunt următoarele: 1) speculația făcută în momentul în care crezi că investești; 2) speculația făcută cu seriozitate, nu ca distracție, atunci când nu ai cunoștințele și priceperea necesară pentru aceasta; 3) speculația în care riști mai mulți bani decât îți poți permite să pierzi.

Potrivit concepției noastre prudente, orice neprofesionist care operează *în marjă*† ar trebui să recunoască faptul că speculează *ipso facto*, iar datoria brokerului său este să-l sfătuiască în consecință. Iar oricine cumpără un așa-numit pachet de acțiuni ordinare „de mare succes", sau face o achiziție similară în orice fel acesteia, fie speculează, fie pariază. Speculația fascinează întotdeauna și poate fi foarte distractivă atunci când ești stăpân pe situație. Dacă vreți să vă

---

* Speculația este benefică sub două aspecte: în primul rând, fără speculație, companii nou-apărute, fără un potențial dovedit (cum ar fi Amazon.com sau, mai demult, Edison Electric Light Co.) n-ar putea strânge niciodată capitalul necesar expansiunii lor. Șansa tentantă, dar mică de a o obține un câștig uriaș este lubrifiantul mecanismului inovării. În al doilea rând, riscul este transferat (dar niciodată eliminat) de fiecare dată când se cumpără sau se vinde un pachet de acțiuni. Cumpărătorul își asumă riscul fundamental ca acțiunile cumpărate să scadă. În același timp, vânzătorul rămâne și el cu un risc rezidual – posibilitatea ca acțiunile pe care tocmai le-a vândut să crească!

† Un cont de marjă vă permite să cumpărați acțiuni folosind bani împrumutați de la firma de brokeraj. Investind bani împrumutați, obțineți un câștig mai mare atunci când acțiunile dumneavoastră cresc – dar puteți rămâne fără nimic dacă ele scad. Garanția împrumutului este reprezentată de valoarea investițiilor din contul dumneavoastră – prin urmare trebuie să depuneți mai mulți bani dacă acea valoare scade sub suma pe care ați împrumutat-o. Pentru mai multe informații despre conturile de marjă, a se vedea www.sec.gov/investor/pubs/margin.htm, www.sia.com/publications/pdf/MarginsA.pdf și www.nyse.com/pdfs/2001_factbook_09.pdf.

Scanned with OKEN Scanner

încercați norocul cu ea, puneți-vă ceva bani – cu cât mai puțini, cu atât mai bine – într-un fond separat, creat special în acest scop. Să nu puneți niciodată alți bani în acest fond doar pentru că piața a urcat și câștigurile încep să curgă. (Acesta este momentul în care trebuie să vă gândiți să retrageți bani din fondul speculativ.) Nu amestecați niciodată operațiunile speculative cu cele de investiții în același cont și nici în gândirea dumneavoastră.

Rezultatele așteptate de investitorul defensiv

Am definit deja investitorul defensiv ca fiind cineva interesat în primul rând de siguranță și de evitarea problemelor. În general, ce atitudine ar trebui să adopte el și la ce randament se poate aștepta în „condiții normale pe ansamblu" – dacă asemenea condiții există cu adevărat? Pentru a răspunde la aceste întrebări, ne vom referi mai întâi la ceea ce am scris pe această temă cu șapte ani în urmă, apoi la schimbările semnificative care s-au produs de atunci în legătură cu factorii fundamentali care influențează randamentul așteptat de investitor și, în fine, la ce ar trebui el să facă și la ce ar trebui să se aștepte în condițiile actuale (de la începutul anului 1972).

1. Ce am spus cu șase ani în urmă

Recomandam ca investitorul să-și împartă plasamentele în obligațiuni bine cotate și acțiuni ordinare reprezentative; ca proporția plasamentelor în obligațiuni să nu fie niciodată mai mică de 25% și mai mare de 75%, pentru cele în acțiuni ordinare fiind neapărat valabilă o proporție inversă; ca varianta cea mai simplă aleasă de acesta să fie păstrarea unei proporții de 50%-50% între cele două componente, făcând ajustări pentru a restabili egalitatea atunci când evenimentele de pe piață modifică raportul cu cel mult de 5%, să zicem. Ca politică alternativă, el putea alege să diminueze ponderea plasamentelor în acțiuni la 25% „dacă simțea că piața se găsea la un nivel periculos de înalt" și, invers, să crească acea proporție la maximum 75% „dacă simțea că o scădere a prețului acțiunilor le face tot mai atrăgătoare."

În 1965, investitorul putea obține un câștig de circa 4½% din obligațiunile impozabile bine cotate și de 3¼% din obligațiunile neimpozabile de bună calitate. Randamentul dividendului adus de acțiunile

Scanned with OKEN Scanner

ordinare principale (la un nivel al DJIA de 892) era de numai circa 3,2%. Acest fapt, dar şi altele, îndemna la precauţie. Noi am dat de înţeles că, „la un nivel normal al pieţei", investitorul ar trebui să poată obţine un randament iniţial al dividendului cuprins între 3½% şi 4½% la acţiunile cumpărate, la care ar trebui să se adauge o creştere constantă a valorii de bază (şi a „preţului normal de piaţă") a unor pachete de acţiuni reprezentative de aceeaşi dimensiune, ceea ce dădea un câştig total din dividende şi creşterea valorii de circa 7½% pe an. Împărţirea jumătate-jumătate a plasamentelor în obligaţiuni şi acţiuni avea să aducă un câştig de circa 6%, înaintea aplicării impozitului pe venit. Adăugam că plasamentele în acţiuni ar trebui să ofere un grad destul de mare de protecţie împotriva unei diminuări a puterii de cumpărare provocate de inflaţia de mare amploare.

Ar trebui remarcat că, pe baza calculului de mai înainte, se aştepta un ritm mult mai redus de creştere a pieţei bursiere decât cel realizat între 1949 şi 1964. Ritmul respectiv fusese mult mai mare decât cel de 10% corespunzător acţiunilor cotate în ansamblu şi era considerat în general un fel de garanţie că, în viitor, se putea conta pe rezultate la fel de mulţumitoare. Puţini erau dispuşi să se gândească în mod serios la posibilitatea ca ritmul înalt de creştere din trecut să însemne că preţul acţiunilor este „prea mare acum" şi deci că „rezultatele excelente obţinute din 1949 ar lăsa să se înţeleagă că, în viitor, rezultatele nu vor fi foarte bune, ci *proaste*."[4]

2. Ce s-a întâmplat din 1964

Principala schimbare produsă din 1964 a fost creşterea ratelor dobânzilor la obligaţiunile bine cotate, care au atins niveluri-record, deşi de atunci s-a produs o revenire considerabilă a preţurilor de la nivelurile minime înregistrate în 1970. Randamentul care se poate obţine acum la titlurile de valoare emise de companiile performante este de circa 7½% şi chiar mai mare, faţă de 4½% în 1964. Între timp, randamentul dividendului la acţiunile tip DJIA a crescut destul de mult chiar şi în perioada de declin al pieţei din 1969-1970, dar, în momentul în care scriem aceste rânduri (când indicele Dow are valoarea 900), acesta este de mai puţin de 3,5%, faţă de 3,2% cât era la sfârşitul lui 1964. Variaţia ratelor curente ale dobânzilor a produs o scădere maximă de circa 38% a preţului de piaţă la obligaţiunile pe termen mediu (să zicem, 20 de ani) în cursul acestei perioade.

Scanned with OKEN Scanner

Există un aspect paradoxal al acestor evenimente. În 1964, discutam foarte mult despre posibilitatea ca prețul acțiunilor să fie prea mare și să sufere până la urmă un puternic declin; însă n-am luat în calcul propriu-zis posibilitatea ca același lucru să se întâmple cu prețul obligațiunilor bine cotate. (Nimeni altcineva dintre cei cunoscuți nouă n-a făcut acest lucru.) Atrăgeam într-adevăr atenția (la p. 90) că „prețul unei obligațiuni pe termen lung poate varia foarte mult ca urmare a variațiilor ratelor dobânzilor". Având în vedere ce s-a întâmplat de atunci, credem că acest avertisment – însoțit de exemple – n-a fost suficient de puternic. Căci realitatea este că, dacă investitorul avea plasată, în 1964, o anumită sumă în acțiuni din coșul DJIA la nivelul de închidere al acestuia de 874, la sfârșitul lui 1970 ele i-ar fi adus un profit mic; chiar și la nivelul minim (631) din 1970, pierderea prognozată ar fi fost mai mică decât cea indicată de obligațiunile pe termen lung de bună calitate. Pe de altă parte, dacă și-ar fi limitat plasamentele în obligațiuni la obligațiunile pentru economii emise în SUA, titlurile de valoare pe termen scurt emise de companii sau conturile de economii, el n-ar fi suferit în această perioadă o scădere a valorii de piață a capitalului investit și ar fi obținut un câștig mai mare decât cel oferit de acțiunile de bună calitate. A reieșit astfel că adevăratele „echivalente ale numerarului" s-au dovedit a fi, în 1964, investiții mai bune decât acțiunile ordinare – în ciuda inflației care, teoretic, ar fi trebuit să avantajeze acțiunile în dauna numerarului. Scăderea valorii cotate a capitalului investit în obligațiuni de bună calitate pe termen mai lung s-a datorat fenomenelor de pe piața monetară, un domeniu obscur care, de obicei, nu are mare influență asupra politicii de investiții a persoanelor fizice.

Aceasta este doar una dintre nenumăratele serii de evenimente petrecute de-a lungul timpului care au demonstrat că prețurile titlurilor de valoare nu pot fi prevăzute niciodată.* Prețul obligațiunilor a fluctuat aproape tot timpul mult mai puțin decât cel al acțiunilor, iar investitorii au putut în general să cumpere obligațiuni de calitate cu

---

* Recitiți verdictul lui Graham și remarcați ce spune acest mare specialist în plasamente bursiere: prețurile titlurilor de valoare nu pot fi prevăzute niciodată. Iar pe măsură ce avansați cu cititul, remarcați că tot ceea ce vă spune Graham este menit să vă ajute să pricepeți acest adevăr. Cum nu puteți anticipa comportamentul piețelor, trebuie să învățați să vă anticipați și să vă controlați propriul comportament.

Scanned with OKEN Scanner

diferite scadenţe fără să-şi facă griji în privinţa variaţiilor valorii de piaţă a acestora. Au existat câteva excepţii de la această regulă, iar perioada de după 1964 s-a dovedit a fi una dintre ele. Vom spune mai multe despre variaţia preţului obligaţiunilor într-un capitol viitor.

3. Aşteptările şi politica de la sfârşitul anului 1971 şi începutul anului 1972

Spre sfârşitul lui 1971, se putea obţine o dobândă impozabilă de 8% la obligaţiunile de bună calitate pe termen mediu şi lung emise de companii şi o dobândă neimpozabilă de 5,7% la titlurile de valoare de bună calitate emise de autorităţile statale sau municipale. Pe termen mai scurt, investitorul putea obţine un câştig de circa 6% din titlurile emise de guvernul SUA cu scadenţa la cinci ani. În ultimul caz, cumpărătorul nu trebuie să-şi facă griji în privinţa unei posibile scăderi a valorii de piaţă, căci este sigur că, la sfârşitul unei perioade relativ scurte, îşi va recupera integral capitalul investit, inclusiv câştigul reprezentat de dobânda de 6%. La nivelul recurent al preţului de 900, acţiunile din coşul DJIA aduc în 1971 un câştig de numai 3,5%.

Să presupunem că acum, ca şi în trecut, principala decizie strategică pe care trebuie s-o ia investitorul este cum să împartă capitalul între obligaţiunile bine cotate (sau alte aşa-numite „echivalente ale numerarului") şi acţiunile reprezentative tip DJIA. Ce trebuie să facă el în condiţiile actuale, dacă nu avem motive temeinice să anticipăm nici o ascensiune semnificativă, nici un declin semnificativ într-un viitor apropiat? Mai întâi trebuie să remarcăm că, dacă nu există o variaţie defavorabilă accentuată, investitorul defensiv ar trebui să poată conta pe randamentul curent de 3,5% al dividendului adus de acţiunile sale şi, de asemenea, pe o creştere anuală *medie* a valorii lor de circa 4%. După cum vom arăta mai târziu, această creştere a valorii se bazează în esenţă pe reinvestirea de către diverse companii a unei sume anuale corespunzătoare din profitul nerepartizat. Randamentul total brut al acestor acţiuni ar fi atunci de, să zicem, 7,5%, ceva mai mic decât dobânda adusă de obligaţiunile bine cotate.* Randamentul

---

* Cât de corectă s-a dovedit a fi prognoza lui Graham? La prima vedere, se pare că foarte corectă: de la începutul anului 1972 până la sfârşitul anului 1981, acţiunile au adus un câştig mediu anual de 6,5%. (Graham n-a specificat perioada pe care se întinde prognoza sa, dar este plauzibil să presupunem că

Scanned with OKEN Scanner

mediu net al acțiunilor s-ar ridica la circa 5,3%.[5] El ar fi aproximativ egal cu cel care se poate obține în prezent la obligațiunile neimpozabile pe termen mediu.

Aceste previziuni sunt mult mai puțin favorabile pentru acțiuni în comparație cu obligațiunile decât erau în analiza făcută de noi în 1964. (Această concluzie rezultă în mod inevitabil din faptul esențial că randamentul obligațiunilor a crescut mult mai mult decât cel al acțiunilor din 1964.) Nu trebuie să pierdem niciodată din vedere faptul că dobânda și capitalul inițial rambursat la obligațiunile de bună calitate sunt mult mai bine protejate și deci mai sigure decât dividendele și creșterea prețului la acțiuni. În consecință suntem obligați să tragem concluzia că, în prezent, spre sfârșitul anului 1971, investiția în obligațiuni pare în mod evident preferabilă investiției în acțiuni. Dacă am putea fi siguri că această concluzie este corectă, ar trebui să-l sfătuim pe investitorul defensiv să-și plaseze *toți* banii în obligațiuni și *nimic* în acțiunile ordinare până când raportul actual dintre rentabilități nu se schimbă semnificativ în favoarea acțiunilor.

Desigur însă că, bazându-ne pe nivelurile actuale, nu putem fi siguri că obligațiunile vor da rezultate mai bune decât acțiunile. Cititorul se va gândi imediat la factorul inflaționist ca la un motiv solid de a opta pentru cealaltă variantă. În capitolul următor vom argumenta că experiența considerabilă acumulată de noi în privința inflației din SUA din acest secol nu ar susține varianta alegerii acțiunilor în locul obligațiunilor la actualele diferențe de randament. Există însă întotdeauna posibilitatea – considerată de noi totuși redusă – a accelerării inflației, ceea ce, într-un fel sau altul, ar trebui să facă investițiile în acțiuni de preferat celor în obligațiuni răscumpărabile la o valoare fixă.* Mai există posibilitatea – pe care o considerăm la fel

---

se gândea la un orizont de timp de 10 ani.) Totuși, în această perioadă, inflația s-a ridicat la 8,6% anual, anulând întregul câștig produs de acele acțiuni. În această parte a capitolului său, Graham face o recapitulare a ceea ce este cunoscut drept „ecuația lui Gordon", care, în esență, spune că randamentul viitor al pieței bursiere este egal cu randamentul curent al dividendelor plus creșterea așteptată a profitului net. În condițiile în care, la începutul lui 2003, randamentul dividendelor era de puțin sub 2%, iar creșterea pe termen lung a profitului net era de circa 2%, plus inflația cu puțin peste 2%, un randament mediu anual de aproximativ 6% este plauzibil. (A se vedea comentariul la capitolul 3.)

* Din 1997, când au fost introduse certificatele de trezorerie protejate la inflație („Treasury Inflation-Protected Securities" – TIPS), acțiunile n-au mai

de redusă – ca firmele americane să devină atât de rentabile, fără ca inflația să fi crescut, încât să justifice creşterea semnificativă a valorii acțiunilor ordinare în următorii ani. În fine, există binecunoscuta posibilitate să asistăm la o altă ascensiune speculativă de mari proporții a pieței bursiere fără o justificare reală în valorile fundamentale. Oricare dintre aceste motive, şi poate altele la care nu ne-am gândit, l-*ar putea* face pe investitor să regrete că şi-a concentrat întregul capital în obligațiuni, chiar dacă randamentul lor este mai bun.

De aceea, după această prezentare restrânsă a principalelor considerații, vom enunța încă o dată politica elementară a compromisului destinată investitorilor defensivi – şi anume aceea că, în orice moment, ei au investită o parte semnificativă a capitalului în titluri de tipul obligațiunilor, iar o altă parte semnificativă, în acțiuni. Este însă adevărat că pot alege între a păstra o împărțire de 50%-50% între cele două componente şi un raport, în funcție de propria apreciere, variind între un minimum de 25% şi un maximum de 75% pentru una dintre componente. Ne vom detalia părerea cu privire la aceste politici alternative într-un capitol viitor.

Cum, în prezent, randamentul general preconizat pentru acțiunile ordinare este aproximativ acelaşi cu cel al obligațiunilor, randamentul la care se poate aştepta imediat investitorul (inclusiv creşterea valorii acțiunilor) ar varia în mică măsură indiferent de felul în care acesta şi-ar împărți capitalul între cele două componente. Conform calculelor efectuate anterior, randamentul agregat al celor două părți ar trebui să fie de circa 7,8% înainte de scăderea impozitului sau de 5,5% fără impozit (ori după plata impozitului estimat). Un asemenea randament este mult superior celui realizat în majoritatea timpului de un investitor prudent obişnuit pe termen lung. El nu pare interesant în raport cu randamentul de circa 14% înregistrat de acțiunile ordinare în cei 20 de ani de predominantă ascensiune a pieței de după 1949. N-ar trebui să se uite însă că, între 1949 şi 1969, prețul acțiunilor din coşul DJIA a crescut de peste cinci ori, în vreme ce profitul net şi dividendele

---

fost în mod automat varianta preferată de investitorii care se aşteaptă ca inflația să crească. Spre deosebire de alte obligațiuni, TIPS cresc în valoare dacă indicele prețurilor de consum creşte, împiedicându-l practic pe investitor să piardă bani din cauza inflației. Acțiunile nu oferă o asemenea garanție şi, de fapt, asigură o protecție relativ redusă față de ratele înalte ale inflației. (Pentru mai multe amănunte, a se vedea comentariul la capitolul 2.)

Scanned with OKEN Scanner

aferente acestora aproape că s-au dublat. Prin urmare, performanțele impresionante ale pieței din acea perioadă au avut la bază în mare măsură schimbarea atitudinii investitorilor și speculatorilor, nu a valorii fundamentale a companiilor. De aceea fenomenul respectiv ar putea fi denumit „operațiune de finanțare prin forțe proprii".

Discutând despre portofoliul de acțiuni ordinare al investitorului defensiv, am vorbit numai despre cele 30 de acțiuni principale incluse în indicele Dow Jones Industrial Average. Am făcut acest lucru ca să ne fie mai ușor, dar nu înseamnă că el poate cumpăra numai acțiuni la aceste 30 de firme. De fapt, există multe alte companii de calitate cu performanțe cel puțin egale celor ale companiilor din lista Dow Jones; în această categorie ar intra o mulțime de firme de utilități publice (pentru care se calculează un indice Dow Jones separat).* Ideea esențială în acest caz este însă aceea că rezultatele de ansamblu ale investitorului defensiv nu vor diferi, probabil, foarte mult de la o listă de titluri diversificate sau reprezentative la alta, ori – mai bune spus – că nici el, nici consilierii săi n-ar putea anticipa cu certitudine diferențele care vor apărea în cele din urmă. Este adevărat că arta plasamentelor dibace sau abile ar trebui să constea mai ales în alegerea acelor acțiuni care vor produce rezultate mai bune decât piața în ansamblu. Din motive care vor fi prezentate în altă parte, suntem sceptici în privința capacității investitorilor defensivi în general de a obține rezultate mai bune decât cele medii – ceea ce, de fapt, ar însemna să-și depășească propriile performanțe de ansamblu.† (Scepticismul nostru se aplică și administrării de către experți a capitalurilor de mari dimensiuni.)

Să ilustrăm cele afirmate de noi cu un exemplu care, la început, poate părea a dovedi contrariul. Între decembrie 1960 și decembrie

---

* Astăzi, indicii cel mai des folosiți ca alternativă la Dow Jones Industrial Average sunt indicele Standard & Poor's compus din 500 de acțiuni („S & P") și indicele Wilshire 5000. S & P se concentrează asupra unui număr de 500 de acțiuni ale unor companii mari, binecunoscute, a căror valoare totală reprezintă cam 70% din valoarea totală a pieței acțiunilor din SUA. Wilshire 5000 reflectă randamentele aproape tuturor acțiunilor semnificative, tranzacționate la bursă din America, vreo 6.700 cu totul; cum însă cele mai mari companii dau cea mai mare parte a valorii totale a indicelui, randamentul indicelui Wilshire 5000 este de regulă foarte asemănător celui al indicelui S & P 500. Câteva fonduri mutuale cu costuri minime le permit investitorilor să posede acțiuni care intră în componența acestor indici sub forma unui portofoliu distinct, practic. (A se vedea capitolul 9.)

† A se vedea pp. 380-383 și pp. 393-397.

Scanned with OKEN Scanner

1970, DJIA a crescut cu 36%, de la 616 la 839. În aceeaşi perioadă însă, mult mai amplul indice ponderat Standard & Poor's 500 a crescut cu 58%, de la 58,11 la 92,15. În mod evident, acţiunile din a doua grupă s-au dovedit a fi o „achiziţie" mai bună decât cele din prima grupă. Însă cine ar fi fost atât de temerar încât să anticipeze în 1960 că ceea ce părea a fi un amalgam de tot felul de acţiuni ordinare va depăşi în mod clar performanţele celor „treizeci de tirani" aristocraţi ai lui Dow? Toate acestea dovedesc, subliniem, că nu se pot face decât rareori previziuni demne de crezare cu privire la variaţiile absolute sau relative ale preţurilor.

Vom arăta din nou aici fără a ne disculpa – căci acest avertisment trebuie repetat cât mai des – că investitorul nu poate spera să obţină rezultate peste medie cumpărând acţiuni noi sau „foarte căutate" de niciun fel, înţelegând prin acestea acţiuni recomandate pentru un câştig rapid.* Pe termen lung, lucrurile stau aproape sigur invers. Investitorul defensiv trebuie să se limiteze la acţiunile unor companii importante, care obţin profit de multă vreme şi au o situaţie financiară solidă. (Orice analist bursier care-şi merită numele ar putea alcătui o asemenea listă.) Investitorii agresivi pot cumpăra alte tipuri de acţiuni ordinare, însă acestea ar trebui să se dovedească a fi extrem de atrăgătoare în urma unei analize inteligente.

La sfârşitul acestei secţiuni, daţi-ne voie să amintim pe scurt trei concepţii sau practici suplimentare destinate investitorului defensiv. Prima o reprezintă achiziţia de titluri la fonduri consacrate de investiţii ca alternativă la crearea unui portofoliu propriu de acţiuni ordinare. El ar mai putea apela la unul dintre „fondurile fiduciare comune" sau „fondurile combinate", gestionate de companii fiduciare şi bănci din mai multe state; sau, dacă dispune de un capital substanţial, el poate apela la serviciile unei firme recunoscute de consiliere financiară. Aceasta va asigura administrarea profesionistă a programului său de investiţii după principii standard. A treia posibilitate o reprezintă „strategia plasamentelor constante", ceea ce înseamnă pur şi simplu că investitorul plasează în acţiuni ordinare aceeaşi sumă în fiecare lună sau trimestru. Astfel, el cumpără mai multe acţiuni atunci când nivelul pieţei este scăzut decât atunci când acesta este ridicat, ajungând probabil la un preţ general satisfăcător pentru toate acţiunile pe care le

* Pentru mai multe amănunte, a se vedea capitolul 6.

Scanned with OKEN Scanner

deține. Teoretic vorbind, această metodă este o aplicație a unei abordări mai ample cunoscute sub numele de „investire pe baza unei formule". La aceasta din urmă am făcut deja aluzie atunci când am sugerat că investitorul poate varia ponderea acțiunilor ordinare deținute între minim 25% și maxim 75%, într-un raport invers față de evoluția pieței. Aceste idei sunt deosebit de utile pentru investitorul defensiv, urmând a discuta mai pe larg despre ele în capitolele viitoare.*

Rezultatele așteptate de investitorul agresiv

Investitorul nostru întreprinzător va vrea și se va aștepta bineînțeles să obțină rezultate generale mai bune decât tovarășul lui defensiv sau pasiv. Dar mai întâi el trebuie să se asigure că rezultatele sale nu vor fi mai slabe. Nu este mare scofală să vii plin de energie, cunoștințe și abilități înnăscute pe Wall Street și să te alegi cu pierderi în loc de profituri. Aceste calități, dacă sunt canalizate într-o direcție greșită, devin imposibil de distins de handicapuri. Astfel, este foarte important ca investitorul întreprinzător să știe bine de la bun început ce strategii oferă șanse rezonabile de reușită și ce strategii nu oferă asemenea șanse.

Mai întâi să vedem câteva metode folosite în general de investitori și speculatori pentru a obține rezultate peste medie:

1. TRANZACȚIONAREA PE PIAȚĂ. Aceasta presupune de regulă cumpărarea acțiunilor atunci când piața crește și vânzarea lor după ce aceasta a început să scadă. Acțiunile alese vor face parte probabil dintre cele care se „comportă" mai bine decât media pieței. Un număr mic de profesioniști se angajează frecvent în operațiuni de vânzare fără acoperire. Ei vor vinde acțiuni pe care nu le dețin, ci le împrumută cu ajutorul mecanismului consacrat al burselor de valori. Scopul lor este să obțină un câștig din scăderea ulterioară a prețului acestor acțiuni, cumpărându-le la un preț mai mic decât cel cu care le-au vândut. (După cum indică citatul din *Wall Street Journal* dat de noi la p. 20, chiar și „micii investitori" – să nu fie! – se apucă uneori să vândă fără acoperire neavând priceperea necesară.)

---

* Pentru mai multe sfaturi legate de „fondurile consacrate de investiții", a se vedea capitolul 9. „Administrarea profesionistă" de către „o firmă recunoscută de consultanță în investiții financiare" este analizată în capitolul 10. „Strategia plasamentelor constante" este explicată în capitolul 5.

Scanned with OKEN Scanner

2. SELECTIVITATEA PE TERMEN SCURT. Aceasta presupune cumpărarea acțiunilor unor companii care obțin sau este de așteptat să obțină profituri sporite, sau pentru care se anticipează o evoluție favorabilă de altă natură.

3. SELECTIVITATEA PE TERMEN LUNG. În acest caz, accentul cade de obicei pe expansiunea excepțională înregistrată în trecut, care se consideră că va continua probabil și în viitor. Uneori, „investitorul" poate alege și companii care n-au obținut încă rezultate impresionante, dar este de așteptat să dezvolte ulterior un mare potențial de câștig. (Asemenea companii aparțin frecvent unui sector tehnologic – de pildă, calculatoare, medicamente, electronică – și de multe ori elaborează procese ori produse noi, care se consideră a fi deosebit de promițătoare.)

Ne-am exprimat deja părerea negativă în privința șanselor de ansamblu ale investitorului de a reuși în aceste sectoare de activitate. Pe primul l-am eliminat din domeniul investițiilor pe considerente atât teoretice, cât și realiste. Tranzacționarea acțiunilor nu este o operațiune „care, la o analiză foarte atentă, garantează recuperarea capitalului investit și obținerea unui câștig satisfăcător". Despre tranzacționarea acțiunilor vom vorbi mai pe larg într-un capitol viitor.*

În efortul lui de a alege cele mai promițătoare acțiuni fie pe termen scurt, fie pe termen mai lung, investitorul întâmpină două feluri de obstacole – primul rezultând din putința omului de a greși, iar al doilea, din natura concurenței. El poate greși în estimările pe care le face; sau chiar dacă acestea sunt corecte, prețul curent al pieței poate deja să reflecte pe deplin ceea ce el anticipează. În domeniul selectivității pe termen scurt, rezultatele companiei din anul curent sunt cunoscute în general de toată lumea de pe Wall Street; rezultatele din anul următor, în măsura în care sunt previzibile, sunt deja luate în considerare. De aceea, investitorul care alege acțiunile mai ales pe baza rezultatelor superioare din anul curent sau pe baza a ceea ce i se spune că este de așteptat să se întâmple anul viitor are mari șanse să constate că și alții au făcut același lucru din același motiv.

Atunci când alege acțiunile pentru perspectivele pe care le oferă acestea pe *termen lung*, handicapurile investitorului sunt în esență

---

* A se vedea capitolul 8.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

același. Posibilitatea de a greși complet previziunea – lucru pe care l-am ilustrat la p. 6, în exemplul cu firmele de transporturi aeriene – este fără îndoială mai mare decât atunci când se anticipează profiturile pe termen scurt. Deoarece experții ratează adeseori asemenea prognoze, teoretic este posibil ca un investitor să aibă mult de câștigat dacă face previziuni corecte atunci când cei de pe Wall Street în ansamblu fac unele incorecte. Dar asta numai teoretic. Câți investitori întreprinzători pot fi siguri că au flerul sau darul profetic necesar pentru a-i bate pe analiștii profesioniști la jocul lor preferat, cel al estimării profiturilor pe termen lung?

Ajungem astfel la următoarea concluzie logică, dar tulburătoare: pentru a avea o șansă rezonabilă de a obține permanent rezultate peste medie, investitorul trebuie să aplice politici care sunt (1) prin ele însele viabile și promițătoare, (2) nepopulare pe Wall Street.

Există asemenea politici pentru investitorul întreprinzător? Tot teoretic, răspunsul ar trebui să fie pozitiv; în plus, există numeroase motive ca să credem că răspunsul ar trebui să fie pozitiv și în practică. Toată lumea știe că variațiile speculative ale prețului acțiunilor merg prea departe în ambele direcții, de multe ori pe piața în ansamblu și permanent la cel puțin una dintre acțiunile individuale. Mai mult, o acțiune ordinară poate fi subevaluată din cauza lipsei de interes sau a prejudecăților nejustificate ale publicului. Putem să mergem mai departe și să afirmăm că cei care se implică în cea mai mare parte a tranzacțiilor cu acțiuni ordinare nu par să știe – ca să ne exprimăm politicos – a face diferența între o parte a structurii acestora și alta. În această carte vom da numeroase exemple de discrepanțe (apărute în trecut) între preț și valoare. Astfel, se pare că orice persoană inteligentă, care se pricepe să lucreze cu cifrele, ar trebui să se distreze de-a dreptul pe Wall Street, profitând de prostia altora. Așa se pare, însă, într-un fel, lucrurile nu sunt chiar atât de simple. Cumpărarea unei acțiuni neglijate și deci subevaluate se dovedește a fi în general o experiență de lungă durată, care-ți pune răbdarea la încercare. Iar vânzarea fără acoperire a unei acțiuni prea cunoscute și deci supraevaluate are tendința să fie un test nu doar al curajului și rezistenței, ci și al adâncimii buzunarului.* Principiul este viabil, aplicarea lui cu succes este posibilă, dar este în mod evident o artă greu de stăpânit.

---

* Atunci când „vindeți fără acoperire" o acțiune, mizați pe faptul că prețul acelei acțiuni va scădea, nu va urca. Vânzarea fără acoperire este un proces

Mai există o categorie destul de largă de „situații speciale", care, după mai mulți ani, ar putea aduce în mod cert un câștig anual de cel puțin 20%, în condițiile unui risc general minim pentru cei care știu cum merg treburile în acest domeniu. În categoria respectivă intră arbitrajele intertitluri, plata beneficiilor sau anularea creditelor în cazul lichidărilor, anumite tipuri de acoperire garantată la termen. Cazul cel mai des întâlnit este cel al unei fuziuni sau achiziții garantate care conferă anumitor acțiuni o valoare mult mai mare decât prețul acestora de la data anunțării operațiunii. Numărul acestor tranzacții a crescut semnificativ în ultimii ani, care ar fi trebuit să fie o perioadă foarte profitabilă pentru cunoscători. Înmulțirea anunțurilor de fuziune a adus însă cu sine înmulțirea obstacolelor de care s-au lovit fuziunile și a tranzacțiilor care nu s-au realizat; s-au înregistrat astfel câteva pierderi din aceste operațiuni cândva sigure. Poate că și rentabilitatea generală s-a diminuat din cauza concurenței prea mari.*

Profitabilitatea mai scăzută a acestor situații speciale pare a fi o formă de manifestare a unui fel de proces autodistructiv – asemănător legii randamentelor descrescătoare – apărut în perioada care a trecut de la publicarea primei ediții a acestei cărți. În 1949 am reușit să prezentăm un studiu al fluctuațiilor pieței bursiere din ultimii 75 de

---

în trei etape: mai întâi împrumutați acțiunile de la cineva care le posedă; apoi le vindeți imediat; în fine, le înlocuiți cu acțiuni pe care le cumpărați ulterior. Dacă acțiunile scad, veți putea să răscumpărați acțiunile la un preț mai mic. Diferența dintre prețul la care ați vândut acțiunile pe care le-ați împrumutat și prețul plătit pentru acțiunile răscumpărate este profitul dumneavoastră brut (diminuat cu impozitul pe dividend sau dobândă, precum și cu costurile de intermediere). Dacă însă prețul acțiunilor crește în loc să scadă, pierderea dumneavoastră potențială este nelimitată – ceea ce face vânzarea fără acoperire o operațiune inacceptabil de riscantă pentru majoritatea investitorilor individuali.

* La sfârșitul anilor 1980, când s-au înmulțit preluările ostile de companii și achizițiile interne pe datorie, cei de pe Wall Street au creat birouri de arbitraj instituțional pentru a profita de orice eroare apărută în stabilirea prețului acestor tranzacții complexe. Ele au devenit atât de experte în operațiunea respectivă, încât profiturile obținute ușor au dispărut, iar multe asemenea birouri s-au închis. Deși Graham vorbește încă o dată despre acest gen de tranzacție (a se vedea pp. 182-184), ea nu mai este nici realizabilă, nici adecvată pentru majoritatea persoanelor fizice, căci numai tranzacțiile de multe milioane de dolari sunt suficient de mari pentru a genera profituri semnificative. Persoanele bogate și instituțiile pot folosi această strategie prin intermediul fondurilor mutuale protejate care sunt specializate în arbitrajul fuziunilor sau „evenimentelor".

Scanned with OKEN Scanner

ani, care confirma o formulă – bazată pe profitul net și pe rata curentă a dobânzii – de determinare a unui nivel care să permită cumpărarea acțiunilor din coșul DJIA sub valoarea lui „centrală" sau „intrinsecă" și vânzarea acestora la un preț superior acestei valori. Era o aplicație a maximei după care se călăuzeau cei din familia Rothschild: „Cumpără ieftin și vinde scump."* În plus, avea avantajul că venea în contradicție totală cu ideea încetățenită și nocivă a celor de pe Wall Street conform căreia acțiunile trebuie cumpărate pentru că au crescut și trebuie vândute pentru că au scăzut. Însă vai, această formulă n-a mai dat rezultate după 1949. Un al doilea exemplu ne este oferit de faimoasa „teorie Dow" a mișcărilor pieței bursiere, comparând rezultatele excepționale generate de ea în perioada 1897-1933 cu rezultatele mult mai îndoielnice generate după 1934.

Un al treilea și ultim exemplu de ocazii excelente care au dispărut în ultima vreme: o mare parte a operațiunilor efectuate de noi pe Wall Street consta în cumpărarea unor *acțiuni de ocazie*, care puteau fi identificate cu ușurință datorită faptului că se vindeau sub cota lor în activele curente nete (fondul de rulment) exclusiv, neluând în calcul activele fixe și alte active, și deducând toate obligațiile înaintea stocului. Este limpede că aceste acțiuni se vindeau la un preț cu mult sub valoarea întreprinderii ca afacere privată. Niciun proprietar sau deținător majoritar de acțiuni nu s-ar gândi să vândă ceea ce posedă la un preț atât de mic. Curios era faptul că asemenea anomalii nu erau greu de găsit. În 1957 a fost publicată o listă cu aproape 200 de acțiuni de acest gen existente pe piață. Practic toate aceste acțiuni de ocazie s-au dovedit a fi profitabile într-un fel sau altul, iar randamentul mediu anual s-a dovedit a fi mult mai mare decât al majorității celorlalte investiții. Însă și ele au dispărut teoretic de pe piața bursieră în deceniul următor, iar odată cu ele, o zonă sigură pentru operațiunile abile și reușite ale investitorului întreprinzător. Totuși, la prețurile mici din 1970, au reapărut multe asemenea acțiuni „inferioare fondului de rulment" și, în ciuda revenirii puternice a pieței, la sfârșitul anului au mai rămas destule pentru a se putea alcătui cu ele un portofoliu obișnuit.

---

* Familia Rothschild, condusă de Nathan Mayer Rothschild, a deținut supremația în sectorul agențiilor de investiții și al serviciilor de brokeraj din Europa secolului al XIX-lea. O poveste splendidă a acesteia a se vedea la Niall Ferguson, *The House of Rothschild: Money's Prophets, 1798-1848* (Viking, 1998).

Scanned with OKEN Scanner

În condiţiile de astăzi, investitorul întreprinzător are încă diferite posibilităţi de a obţine rezultate peste medie. Lista foarte lungă a titlurilor de valoare vandabile trebuie să cuprindă un număr rezonabil de titluri care să poată fi considerate subevaluate după criterii logice şi cât de cât sigure. Acestea ar trebui să producă, în medie, rezultate mai mulţumitoare decât acţiunile din coşul DJIA sau dintr-un alt coş similar reprezentativ. După opinia noastră, identificarea lor n-ar merita efortul pe care trebuie să-l facă investitorul decât dacă acesta ar putea să adauge, să zicem, un câştig brut de 5% la câştigul mediu anual adus de acţiunile din portofoliul său. Vom încerca să elaborăm cel puţin o asemenea metodă de selecţie a acţiunilor care să poată fi folosită de investitorul activ.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 1

„Toată nefericirea omului vine de la un singur lucru: de la a nu şti cum să stea liniştit într-o încăpere."

Blaise Pascal

De ce credeți că brokerii din ringul Bursei de Valori New York se bucură de fiecare dată când se dă semnalul de închidere a cotațiilor – indiferent ce s-a întâmplat cu piața în acea zi? Pentru că, ori de câte ori faceți o tranzacție, *ei* câştigă bani – indiferent dacă dumneavoastră câştigați sau nu câştigați. Speculând în loc să investiți, vă diminuați şansele de a face avere şi le sporiți pe ale altuia.

Nu se putea da o definiție mai clară a investiției decât cea dată de Graham: „O operațiune de investiții este cea care, la o analiză foarte atentă, garantează recuperarea capitalului investit şi obținerea unui câştig adecvat."[1] Să observăm faptul că, în concepția lui Graham, investiția presupune în egală măsură trei aspecte:

- trebuie să analizezi cu multă atenție o companie, precum şi viabilitatea afacerilor de bază ale acesteia, înainte de a-i cumpăra acțiunile;
- trebuie să te asiguri în mod deliberat împotriva pierderilor semnificative;
- trebuie să aspiri la rezultate „adecvate", nu extraordinare.

Un investitor calculează cât valorează o acțiune, bazându-se pe valoarea afacerilor firmei respective. Un speculator mizează pe creşterea prețului unei acțiuni ca urmare a faptului că altcineva va plăti

---

[1] Graham merge şi mai departe, evidențiind fiecare dintre termenii esențiali ai definiției sale: „analiză foarte atentă" înseamnă „studiul datelor în lumina standardelor consacrate de siguranță şi valoare", în vreme ce „garantarea capitalului investit" semnifică „protecția împotriva pierderilor înregistrate în condiții sau la variații probabile normale sau rezonabile", iar câştigul „adecvat" (sau „mulțumitor") se referă la „orice câştig relativ sau absolut, oricât de mic, pe care investitorul este dispus să-l accepte, cu condiția să acționeze cu o inteligență rezonabilă". (*Analiza valorilor mobiliare*, ediția din 1934, pp. 55-56.)

Scanned with OKEN Scanner

şi mai mult pentru ea. Aşa cum s-a exprimat Graham la un moment dat, investitorii judecă „preţul pieţei după standardele consacrate ale valorii", în vreme ce speculatorii „îşi fundamentează [propriile] standarde ale valorii pe preţul pieţei".[2] Pentru un speculator, fluxul neîntrerupt al cotaţiilor bursiere este asemenea oxigenului; întreruperea acestuia înseamnă moartea lui. Pentru un investitor, ceea ce Graham a numit valori „de cotaţie" contează mult mai puţin. Graham vă îndeamnă să investiţi doar dacă aţi fi liniştit ştiind că sunteţi posesorul unor acţiuni, chiar dacă n-aţi avea nicio posibilitate de a cunoaşte preţul zilnic al acestora.[3]

Asemenea pariurilor făcute la cazinou sau la hipodrom, speculaţia la bursă poate fi o activitate interesantă şi chiar aducătoare de satisfacţii (dacă se întâmplă să ai noroc). Este însă cel mai nepotrivit mod de a face avere care se poate închipui. Asta pentru că bursa, asemenea cazinoului sau hipodromului, a ajustat în aşa fel şansele încât agenţia de brokeraj să câştige, până la urmă, întotdeauna împotriva oricui încearcă s-o bată cu propriile arme speculative.

Pe de altă parte, *investiţia* este un gen unic de pariu – unul pe care, în final, poţi să nu-l pierzi, atâta vreme cât joci numai după regulile care îţi oferă mari şanse de câştig. Cei care *investesc* câştigă bani pentru ei înşişi; cei care *speculează* câştigă bani pentru brokerii lor. Aşa se face că cei de pe Wall Street minimalizează întotdeauna beneficiile pe termen lung ale investiţiei şi laudă în mod exagerat interesul ostentativ pentru speculaţie.

NESIGURANŢĂ ÎN GOANA MARE

Graham avertizează că a confunda speculaţia cu investiţia este întotdeauna o greşeală. În anii 1990, această confuzie a provocat o catastrofă de proporţii. Se pare că aproape toţi şi-au pierdut brusc răbdarea, iar America a devenit Ţara Speculaţiei, o ţară populată de agenţi de bursă care săreau de la o acţiune la alta asemenea lăcustelor într-o fâneaţă în luna august.

Oamenii au început să creadă că o tehnică de investiţie este bună dacă pur şi simplu „dă rezultate". Dacă băteau piaţa la un moment dat, indiferent cât de riscante sau de stupide erau tacticile folosite, oamenii

---

[2] *Analiza valorilor mobiliare*, ediţia din 1934, p. 310.

[3] Graham spunea într-un interviu: „Întrebaţi-vă: dacă n-ar exista o piaţă pentru aceste acţiuni, aş fi dispus să investesc în această companie în condiţiile respective?" (*Forbes*, 1 ianuarie 1972, p. 90.)

Scanned with OKEN Scanner

se lăudau că au avut „dreptate". Pe investitorul inteligent însă nu-l interesează să aibă temporar dreptate. Ca să vă îndepliniți obiectivele financiare pe termen lung, trebuie să aveți dreptate 100%, tot timpul. Tehnicile care au devenit la modă în anii 1990 – speculația pe cursul zilnic, ignorarea diversificării, speculația cu titluri ale fondurilor mutuale bine cotate, aplicarea unor „sisteme" de selecție a acțiunilor – păreau a da rezultate. Ele n-aveau însă nicio şansă să predomine pe termen lung, din cauză că nu respectau toate cele trei criterii ale investiției formulate de Graham.

Ca să înțelegeți de ce câştigurile mari cu caracter temporar nu demonstrează nimic, închipuiți-vă două locuri situate la 200 de kilometri distanță unul de altul. Dacă respect limita de viteză de 100 km/h, pot parcurge cu maşina distanța respectivă în două ore. Dar dacă merg cu 200 km/h, pot ajunge la destinație într-o oră. Dacă încerc să fac asta şi nu mor, înseamnă că am „dreptate"? Ar trebui să fiți şi dumneavoastră tentat să încercați acest lucru pentru că m-ați auzit pe mine fălindu-mă că „am reuşit"? Trucurile impresionante folosite pentru a bate piața sunt cam la fel: pe perioade scurte, atâta vreme cât norocul ține cu tine, ele dau rezultate. În timp, te vor ucide.

În 1973, când Graham a revizuit pentru ultima oară „Investitorul inteligent", rata anuală de circulație a acțiunilor la Bursa de Valori New York era de 20%, ceea ce înseamnă că acționarul obişnuit păstra o acțiune vreme de cinci ani înainte de a o vinde. În 2002, rata de circulație ajunsese la 105%, perioada de deținere fiind de numai 11,4 luni. Tot în 1973, un fond mutual tipic păstra în portofoliu o acțiune vreme de aproape trei ani; în 2002, perioada de păstrare în portofoliu se redusese la numai 10,9 luni. Este ca şi cum administratorii fondurilor mutuale îşi studiau acțiunile din portofoliu suficient de mult pentru a-şi da seama că n-ar fi trebuit să le cumpere de la bun început, apoi le vindeau repede şi luau totul de la capăt.

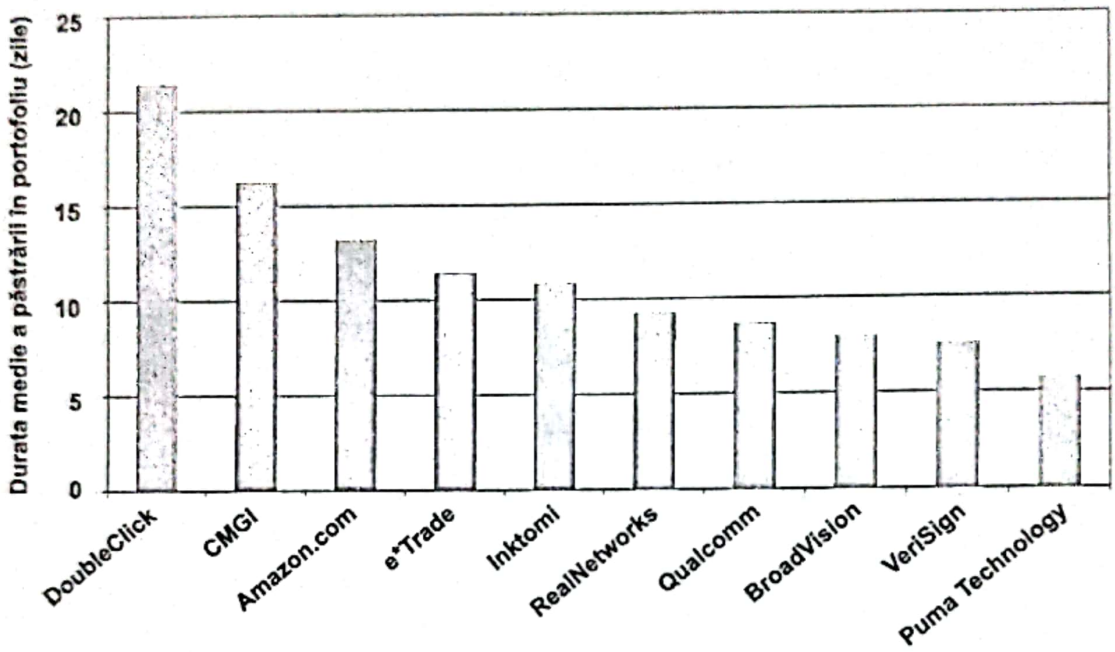
Şi pe cele mai respectate societăți de administrare a portofoliilor le-a cuprins agitația. La începutul anului 1995, Jeffrey Vinik, administrator la Fidelity Magellan (pe atunci cel mai mare fond mutual din lume), avea investit 42,5% din capital în acțiuni din sectorul tehnologiilor de vârf. El a declarat că majoritatea acționarilor săi „au investit în fond pentru a atinge obiective îndepărtate... Cred că obiectivele lor sunt aceleaşi cu ale mele şi că ei cred, ca şi mine, că o abordare pe termen lung este cea mai potrivită". Însă la şase luni după ce a scris acele cuvinte pline de sentimente nobile, Vinik a vândut aproape toate acțiunile pe care le avea în sectorul tehnologiilor de vârf, lichidând acțiuni în valoare de aproape 19 miliarde $ în opt săptămâni delirante.

Scanned with OKEN Scanner

S-a terminat cu „termenul lung"! Iar în 1999, divizia de scontare a Fidelity îi îndemna pe clienți să facă tranzacții de oriunde, oricând, folosind PDA-uri – ceea ce era în perfect acord cu noul slogan al firmei: „Fiecare secundă contează."

FIGURA 1-1

Acțiuni de mare viteză



Iar la NASDAQ, circulația acțiunilor a atins viteza luminii, după cum arată figura 1-1.[4]

În 1999, acțiunile Puma Technology, de exemplu, au schimbat proprietarul, în medie, o dată la fiecare 5,7 zile. În ciuda măreței devize a NASDAQ – „Piața bursieră pentru următoarea sută de ani" – mulți clienți ai acesteia abia dacă puteau păstra o acțiune o sută de ore.

JOCUL VIDEO FINANCIAR

Wall Street-ul a făcut ca tranzacționarea online să pară un mijloc instantaneu de a câştiga foarte repede nişte bani: Discovery Brokerage, filiala online a respectabilei societăți Morgan Stanley, a difuzat la televiziune o reclamă în care un şofer murdar şi neîngrijit remorchează cu

---

[4] Sursa: Steve Galbraith, Sanford C. Bernstein & co., raport de cercetare, 10 ianuarie 2000. Acțiunile din acest grafic au avut un randament de 1196,4% în 1999. Ele au pierdut în medie 79,1% în 2000, 35,5% în 2001 şi 44,5% în 2002, anulând toate câştigurile din 1999 şi mai mult decât atât.

Scanned with OKEN Scanner

camionul său maşina unui funcţionar prezentabil. Văzând pe bord fotografia unei plaje tropicale, funcţionarul întreabă: „În concediu?" „De fapt", răspunde şoferul, „aceea este casa mea." Surprins, cel în costum spune: „Pare o insulă." Liniştit, şoferul răspunde jubilând: „În principiu, este o ţară."

Propaganda a mers mai departe. Tranzacţiile online n-ar presupune, chipurile, niciun efort fizic sau intelectual. Într-o reclamă difuzată la televiziune de Ameritrade, o cunoscută firmă de brokeraj online, apăreau două gospodine abia întoarse acasă de la jogging; una deschide calculatorul, apasă pe mouse de câteva ori şi exultă: „Cred că tocmai am câştigat vreo 1.700 $!" Într-o reclamă TV la firma de brokeraj Waterhouse, cineva îl întreba pe antrenorul de baschet Phil Jackson: „Ştii totul despre tranzacţiile bursiere?" Răspunsul său: „O să aflu chiar acum." (Câte jocuri ar fi câştigat echipele antrenate de Jackson în NBA dacă acesta ar fi aplicat pe teren filozofia respectivă? Într-un fel, a nu şti nimic despre cealaltă echipă, dar a spune „sunt gata să joc împotriva ei chiar acum" nu pare a fi o formulă de câştigare a unui campionat.)

În 1999, cel puţin şase milioane de persoane tranzacţionau online – şi circa o zecime dintre acestea făcea speculaţii pe cursul zilnic, folosind Internetul pentru a cumpăra şi a vinde acţiuni cu viteza fulgerului. Toată lumea, de la diva divertismentului Barbra Streisand până la Nicholas Birbas, un fost ospătar în vârstă de 25 de ani din Queens, New York, arunca în dreapta şi-n stânga cu acţiuni ca şi cum ar fi aruncat cărbuni aprinşi. „Înainte", ironiza Birbas, „investeam pe termen lung şi mi-am dat seama că nu este înţelept." Acum, Birbas tranzacţiona acţiuni şi de 10 ori pe zi, aşteptându-se la un câştig de 100.000 $ pe an. „Nu suport să văd roşu în coloana care-mi indică profitul sau pierderea", se cutremura Streisand într-un interviu dat publicaţiei *Fortune*. „Eu sunt din zodia taurului, aşa că reacţionez la roşu. Dacă văd roşu, îmi vând repede acţiunile."[5]

Inundând barurile şi frizeriile, bucătăriile şi cafenelele, taximetrele şi localurile de pe autostrăzi cu un flux continuu de date referitoare la acţiuni, site-urile şi posturile TV financiare au transformat piaţa bursieră într-un joc video naţional care se desfăşoară fără întrerupere. Publicul credea că ştie mai multe despre pieţele bursiere ca înainte.

---

[5] În loc să citească în stele, Streisand ar fi trebuit să invoce spiritul lui Graham. Investitorul inteligent nu vinde niciodată o acţiune pentru că preţul acesteia a scăzut; el se întreabă întotdeauna mai întâi dacă valoarea afacerilor de bază ale companiei s-a modificat.

Scanned with OKEN Scanner

Din păcate, în vreme ce oamenii erau sufocați de date, nimeni nu știa nimic. Acțiunile nu mai aveau nicio legătură cu firmele care le emiseseră – erau o pură abstracție, simple puncte care se mișcau pe un ecran de televizor sau calculator. Dacă punctele se mișcau în sus, nu mai conta nimic.

Pe 20 decembrie 1999, Juno Services Online a dezvăluit un original plan de afaceri: pentru a pierde intenționat cât mai mulți bani cu putință, Juno a anunțat că va oferi pe viitor toate serviciile cu amnuntul – poșta electronică, accesul la Internet – gratuit și că în anul următor va cheltui milioane de dolari în plus pe publicitate. După această declarație de harachiri corporatist, acțiunile Juno au săltat de la 16,375 $ la 66,75 $ în două zile.[6]

De ce să te deranjezi să afli dacă o afacere a fost rentabilă sau ce bunuri ori servicii a produs o companie, sau cine au fost managerii ei, ori chiar care a fost numele companiei? Despre acțiuni nu trebuia să știi decât captivantul cod al simbolurilor de cotare: CBLT, INKT, PCLN, TGLO, VRSN, WBVN.[7] Astfel, le puteai cumpăra și mai repede, fără a mai pierde aiurea două secunde căutându-le pe Internet. La sfârșitul lui 1998, acțiunile unei foarte mici companii de întreținere a construcțiilor, rareori tranzacționate la bursă, Temco Services, au crescut de aproape trei ori în numai câteva minute, atingând un volum de tranzacționare record. De ce? Afectați de o ciudată formă de dislexie financiară, mii de traderi au cumpărat acțiuni Temco după ce au confundat simbolul de cotare al acesteia, TMCO, cu cel al firmei Ticketmaster Online (TMCS), o preferată a Internetului ale cărei acțiuni începuseră să fie tranzacționate public pentru prima oară în acea zi.[8]

Oscar Wilde spunea în glumă că un cinic „știe prețul tuturor lucrurilor și valoarea niciunuia". Potrivit acestei definiții, piața bursieră este întotdeauna cinică, însă la sfârșitul anilor 1990, ea l-ar fi șocat chiar și pe Oscar. O singură părere abia formulată cu privire la *preț* putea dubla prețul acțiunilor unei companii, chiar dacă *valoarea* acestora nu era analizată absolut deloc. La sfârșitul lui 1998, Henry Blodget, analist la CIBC Oppenheimer, a avertizat că, „în ceea ce

---

[6] După numai 12 luni, acțiunile Juno s-au contractat la 1,093 $.

[7] Simbolul de cotare este o abreviere, formată de obicei din una până la patru litere, a denumirii unei companii, fiind folosită pentru a identifica repede o acțiune tranzacționată la bursă.

[8] Acesta n-a fost singurul incident; cu cel puțin alte trei ocazii, la sfârșitul anilor 1990, cei care speculau pe cursul zilnic au făcut să urce prețul unor acțiuni după ce au confundat simbolul de cotare al acestora cu cel al unei companii nou-apărute pe Internet.

Scanned with OKEN Scanner

priveşte acţiunile tuturor firmelor de pe Internet, evaluarea este în mod evident mai mult o artă decât o ştiinţă". Apoi, amintind doar posibilitatea unei creşteri viitoare, el şi-a mărit dintr-o lovitură „ţinta de preţ" în cazul Amazon.com de la 150 $ la 400 $. Amazon.com a crescut cu 19% în acea zi şi – cu toate că Blodget a protestat spunând că ţinta sa de preţ făcea obiectul unei prognoze pe un an – a depăşit 400 $ în numai trei săptămâni. Un an mai târziu, analistul Walter Piecyk de la PaineWebber a anticipat că, în următoarele 12 luni, acţiunile Qualcomm vor ajunge la 1.000 $ bucata. Acţiunile respective – care crescuseră deja cu 1.842% în acel an – au urcat cu încă 31% în acea zi, ajungând la un preţ de 659 $ bucata.[9]

DE LA FORMULĂ LA FIASCO

Dar a tranzacţiona ca şi cum ţi-ar fi luat foc chiloţii nu este singura formă de speculaţie. În ultimul deceniu şi ceva, a fost promovată, popularizată şi apoi dată uitării formulă după formulă. Toate aveau câteva caracteristici comune – „Asta este rapidă! Asta este simplă! Şi nu-ţi va dăuna deloc!" – şi toate încălcau cel puţin una dintre deosebirile identificate de Graham între investiţie şi speculaţie. Iată câteva dintre formulele la modă care n-au avut niciun succes.

- **Mizează pe calendar.** „Efectul ianuarie" – tendinţa acţiunilor unor firme mici de a aduce câştiguri mari la cumpăna dintre ani – a fost intens promovat în articolele savante şi cărţile populare apărute în anii 1980. În acestea se arăta că, dacă investeai în acţiuni ale unor firme mici în a doua jumătate a lunii decembrie şi le păstrai până în ianuarie, băteai piaţa cu cinci până la zece puncte procentuale. Acest lucru i-a uluit pe mulţi experţi. În definitiv, dacă ar fi atât de simplu, cu siguranţă că toţi ar afla, multă lume ar face aşa ceva, iar ocazia favorabilă ar dispărea.

  Cărui fapt i se datora acest şoc din ianuarie? În primul rând, mulţi investitori îşi vând cele mai slabe acţiuni la sfârşitul anului pentru a înregistra pierderi care le pot diminua obligaţiile fiscale. În al doilea rând, agenţii profesionişti de investiţii devin mai precauţi pe măsură ce anul se apropie de sfârşit, căutând să-şi conserve rezultatele superioare (sau să-şi

[9] În 2000 şi 2001, Amazon.com şi Qualcomm au pierdut în total 85,8%, respectiv 71,3% din valoarea lor.

Scanned with OKEN Scanner

îmbunătățească rezultatele inferioare). Aceasta îi face să fie reticenți față de ideea de a cumpăra (sau chiar de a păstra) o acțiune în coborâre. Iar dacă o acțiune care nu dă rezultatele așteptate mai aparține și unei firme mici și obscure, un agent de investiții va fi și mai puțin dispus s-o treacă pe lista plasamentelor sale de la sfârșitul anului. Toți acești factori transformă momentan acțiunile firmelor mici într-o afacere avantajoasă; când vânzarea din rațiuni fiscale încetează în ianuarie, ele revin de obicei la nivelul anterior, generând un câștig semnificativ și rapid.

Efectul ianuarie n-a dispărut, dar a slăbit. Potrivit profesorului de finanțe William Schwert de la Universitatea din Rochester, dacă ai fi cumpărat acțiuni ale unor firme mici la sfârșitul lui decembrie și le-ai fi vândut la începutul lui ianuarie, ai fi bătut piața cu 8,5 puncte procentuale între 1962 și 1979, cu 4,4 puncte între 1980 și 1989, și cu 5,8 puncte între 1990 și 2001.[10]

Pe măsură ce oamenii au aflat despre efectul ianuarie, tot mai mulți traderi au cumpărat acțiuni ale unor firme mici în decembrie, făcând din ele o afacere mai puțin avantajoasă și diminuând astfel câștigul generat de acestea. De asemenea, efectul ianuarie este maxim în cazul acțiunilor celor mai mici firme – dar, potrivit celor de la Plexus Group, principala autoritate în domeniul cheltuielilor prilejuite de activitatea de brokeraj, costul total al cumpărării și vânzării unor asemenea acțiuni poate ajunge să reprezinte 8% din capitalul investit.[11] Din păcate, în momentul în care vă veți plăti brokerul, toate câștigurile obținute în virtutea efectului ianuarie vor dispărea.

- **Fă pur și simplu „ceea ce dă rezultate".** În 1996, un agent de investiții necunoscut, pe nume James O'Shaughnessy, publica o carte intitulată „Ce dă rezultate pe Wall Street". În aceasta, el susținea că „investitorii pot obține rezultate *mult mai bune* decât piața". O'Shaughnessy făcea o afirmație senzațională: din 1954 până în 1994, ai fi putut transforma 10.000 $ în 8.074.504 $, obținând un rezultat de peste zece ori mai bun decât al pieței – adică un randament mediu anual

---

[10] Schwert analizează aceste constatări într-un excelent studiu, intitulat „Anomalies and Market Efiiciency", disponibil la http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm.

[11] A se vedea Plexus Group Commentary 54, „The Official Icebergs of Transaction Costs", ianuarie 1998, la www.plexusgroup.com/fs_research.html.

Scanned with OKEN Scanner

colosal de 18,2%. Cum? Cumpărând un coş de 50 de acţiuni cu cel mai mare randament anual, câştiguri în creştere pe o perioadă de cinci ani şi un preţ total al titlurilor mai mic decât de 1,5 ori venitul companiilor respective.[12] Asemenea unui Edison de pe Wall Street, O'Shaughnessy a obţinut Patentul U.S. No. 5.978.778 pentru „strategiile automate" concepute de el şi a înfiinţat un grup de patru fonduri mutuale bazate pe ideile sale. La sfârşitul anului 1999, fondurile absorbiseră de la public peste 175 de milioane $ – iar în scrisoarea anuală adresată acţionarilor, O'Shaughnessy afirma cu emfază: „Ca întotdeauna, sper ca împreună să putem atinge obiectivele pe termen lung rezistând până la capăt şi rămânând fideli strategiilor noastre de investiţii care şi-au dovedit eficienţa în timp."

Dar „ce dă rezultate pe Wall Street" n-a mai dat rezultate de îndată ce O'Shaughnessy a făcut publice concluziile sale. După cum se observă în figura 1-2, două dintre fondurile lui au dus-o atât de rău, încât a trebuit să fie închise la începutul anului 2000, iar piaţa bursieră în ansamblu a surclasat toate fondurile lui O'Shaughnessy aproape fără încetare vreme de aproape patru ani consecutivi (ţinând cont de indicele S & P 500).

În iunie 2000, O'Shaughnessy s-a apropiat de propriile „obiective pe termen lung" încredinţând fondurile unui alt administrator şi lăsându-i pe clienţi să se descurce cu acele „strategii de investiţii care şi-au dovedit eficienţa în timp".[13] Poate că acţionarii lui O'Shaughnessy ar fi fost mai puţin supăraţi dacă el şi-ar fi intitulat cartea într-un mod mai exact – de pildă, „Ce dădea rezultate pe Wall Street... înainte de a scrie eu această carte".

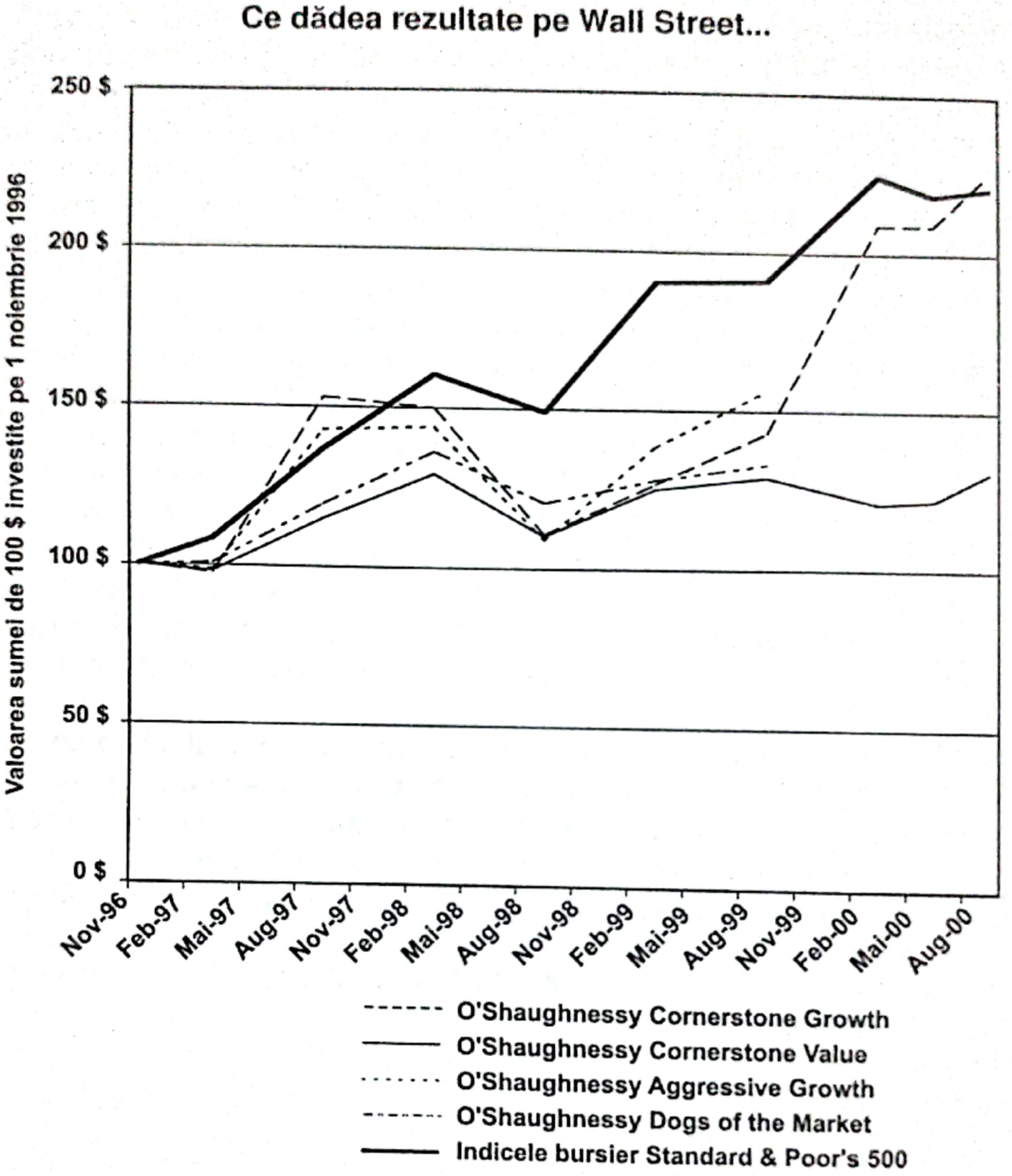
---

[12] James O'Shaughnessy, *What Works on Wall Street* (McGraw-Hill, 1996), pp. xvi, 273-295.

[13] Ironia a făcut ca cele două fonduri O'Shaughnessy care au supravieţuit (cunoscute acum ca fondurile Hennessy) să înceapă să obţină rezultate foarte bune de îndată ce O'Shaughnessy a anunţat că încredinţează administrarea lor unei alte companii. Acţionarii fondurilor au fost furioşi. Într-o conversaţie purtată pe site-ul www.morningstar.com, cineva spunea exasperat: „Cred că pentru O'S «termen lung» înseamnă 3 ani... Vă înţeleg suferinţa. Şi eu am avut încredere în metoda lui O'S... Le spusesem câtorva prieteni şi rude despre acest fond, iar acum mă bucur că nu mi-au urmat sfatul."

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 1-2



Sursa: Morningstar, Inc.

- **Investeşte în „cele mai slabe patru titluri".** La mijlocul anilor 1990, site-ul Motley Fool şi câteva cărți aduceau în centrul atenției publicului o tehnică numită „a celor mai slabe patru titluri". Potrivit celor de la Motley Fool, ați fi „făcut praf indicii pieței în ultimii 25 de ani" şi ați fi putut să vă „zdrobiți fondurile mutuale" ocupându-vă „numai 15 minute pe an" de

Scanned with OKEN Scanner

planificarea investițiilor dumneavoastră. Mai mult, această tehnică presupunea un „risc minim". Dumneavoastră nu trebuia decât:

1. Să alegeți din coşul Dow Jones Industrial Average cinci acțiuni cu cele mai mici prețuri şi cu cel mai mare randament al dividendelor.
2. S-o eliminați pe cea cu prețul cel mai mic.
3. Să investiți 40% din bani în acțiunea de pe poziția a doua în ordinea crescătoare a prețurilor.
4. Să investiți 20% în fiecare dintre celelalte trei acțiuni.
5. După un an, reluați procedura şi refaceți-vă portofoliul parcurgând cei patru paşi anteriori.
6. Repetați până când deveniți bogat.

Pe o perioadă de 25 de ani, susțineau cei de la Motley Fool, această tehnică ar fi bătut piața cu un remarcabil procentaj de 10,1 puncte anual. În următoarele două decenii, sugerau ei, 20.000 $ investiți în „cele mai slabe patru titluri" ar trebui să se transforme în 1.791.000 $. (În plus, mai susțineau ei, puteai să obții un câştig şi mai mare alegând din coşul Dow cinci acțiuni cu cel mai mare raport între randamentul dividendului şi rădăcina pătrată a prețului acțiunii, eliminând-o pe cea cu raportul cel mai mare şi cumpărându-le pe celelalte patru.)

Să vedem dacă această „strategie" se putea încadra în definiția dată de Graham unei investiții:

- Ce „analiză foarte atentă" ar putea justifica renunțarea la acțiunea cu prețul şi dividendul cele mai atrăgătoare – însă păstrarea celorlalte patru care înregistrează un scor mai slab la aceste calități importante?
- Cum ar putea să fie plasarea a 40% din bani într-o singură acțiune o investiție cu „risc minim"?
- Şi cum putea un portofoliu de numai patru acțiuni să fie suficient de diversificat pentru a „garanta recuperarea capitalului investit"?

Pe scurt, strategia „celor mai slabe patru titluri" era una dintre cele mai stupide formule de alegere a titlurilor concepută vreodată. Creatorii ei au făcut aceeaşi greşeală pe care a făcut-o şi O'Shaughnessy: dacă te uiți suficient de mult

Scanned with OKEN Scanner

la o mare cantitate de date, va apărea – măcar şi întâmplător – un număr uriaş de tipare. Doar dintr-o pură întâmplare, companiile ale căror acţiuni au randamente peste medie vor avea foarte multe lucruri în comun. Dar dacă acei factori nu *determină* randamentul superior al acţiunilor, ei nu pot fi folosiţi pentru a anticipa randamentele viitoare.

Niciunul dintre factorii „descoperiţi" cu atâta vâlvă de Motley Fools – eliminarea acţiunii cu scorul cel mai bun, dublarea investiţiei în acţiunea clasată pe locul al doilea, împărţirea randamentului dividendului la rădăcina pătrată a preţului acţiunii – n-ar putea determina şi nici explica randamentul viitor al unei acţiuni. Cei de la revista *Money* au constatat că un portofoliu alcătuit din acţiuni ale căror denumiri erau formate din litere care nu se repetau ar fi dat rezultate aproape la fel de bune ca strategia „celor mai slabe patru titluri" – iar cauza ar fi fost aceeaşi: pura întâmplare.[14] După cum ne reaminteşte mereu Graham, acţiunile dau rezultate bune sau slabe în viitor pentru că – nici mai mult, nici mai puţin – firmele din spatele lor obţin rezultate bune sau slabe.

Bineînţeles că, în loc să zdrobească piaţa, strategia „celor mai slabe patru titluri" le-a zdrobit pe miile de oameni care au fost făcuţi să creadă că aceasta este o formă de investiţie. Numai în anul 2000, cele mai slabe patru acţiuni – Caterpillar, Eastman Kodak, SBC şi General Motors – au pierdut 14%, în vreme ce indicele Dow a scăzut cu doar 4,7%.

După cum se vede din aceste exemple, există un singur lucru care nu tolerează o piaţă în coborâre pe Wall Street: ideile stupide. Fiecare dintre aceste aşa-zise abordări investiţionale a căzut victimă legii lui Graham. Toate formulele mecanice de obţinere a unui câştig mai mare din plasamentele în acţiuni sunt „un fel de proces autodistructiv – asemănător legii randamentelor descrescătoare". Există două motive pentru care câştigurile dispar. Dacă formula a avut la bază doar probabilităţi statistice aleatorii (ca strategia „celor mai slabe patru titluri"), simpla trecere a timpului va arăta că aceasta nu are în primul rând logică. Pe de altă parte, dacă formula a dat de fapt rezultate în trecut (asemenea efectului ianuarie), atunci, făcându-i publicitate,

[14] A se vedea Jason Zweig, „False Profits", *Money*, august 1999, pp. 55-57. O analiză foarte atentă a strategiei „celor mai slabe patru titluri" se poate găsi şi la www.investorhome.com/fool.htm.

Scanned with OKEN Scanner

experții îi vor diminua întotdeauna – şi de regulă îi vor anula – capacitatea de a produce rezultate în viitor.

Toate aceste lucruri întăresc ideea lui Graham potrivit căreia trebuie să tratați speculația aşa cum tratează pariorii experimentați vizitele la cazinou:

- Nu trebuie să vă amăgiți niciodată cu gândul că investiți când de fapt dumneavoastră speculați.
- Speculația devine fatală în momentul în care începeți s-o luați în serios.
- Trebuie să limitați strict suma pe care sunteți dispuşi s-o puneți în joc.

Aşa cum pariorii cu scaun la cap merg, să zicem, cu 100 $ la cazinou şi lasă restul banilor încuiați în seiful din camera de la hotel, investitorul inteligent rezervă o foarte mică parte din portofoliul total ca „bani pentru cheltuieli neprevăzute". Pentru cei mai mulți dintre noi, 10% din averea totală este suma maximă pe care ne permitem să o alocăm speculațiilor. Nu amestecați *niciodată* banii din contul speculativ cu cei din conturile de investiții; nu permiteți *niciodată* speculației să vă afecteze activitățile de investiții; nu puneți *niciodată* mai mult de 10% din banii pe care-i aveți în contul de cheltuieli neprevăzute, indiferent ce s-ar întâmpla.

De bine, de rău, instinctul speculativ face parte din firea omului – de aceea, pentru majoritatea oamenilor, este inutil chiar să încerce să-l suprime. Însă dumneavoastră trebuie să-l limitați şi să-l restrângeți. Acesta este cea mai bună cale de a vă asigura că nu vă veți păcăli niciodată confundând speculația cu investiția.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 2

Investitorul şi inflaţia

Inflaţia şi lupta împotriva acesteia au stat foarte mult în atenţia publicului în ultimii ani. Reducerea în trecut a puterii de cumpărare a dolarului şi mai ales teama (sau speranţa speculatorilor) ca aceasta să scadă şi mai mult în viitor au influenţat în mare măsură părerile celor de pe Wall Street. Este limpede că cei cu un venit fix în dolari vor avea de suferit atunci când costul vieţii va creşte, acelaşi lucru fiind valabil şi pentru un capital fix în dolari investit la bursă. Pe de altă parte, posesorii de acţiuni au posibilitatea să compenseze pierderea puterii de cumpărare a dolarului cu mărirea dividendelor şi a preţului acţiunilor proprii.

Pornind de la aceste date indubitabile, multe instituţii financiare au ajuns la concluzia că (1) obligaţiunile sunt în mod inerent o formă de investiţie nerecomandabilă şi că (2) drept urmare, acţiunile ordinare sunt prin însăşi natura lor investiţii mai recomandabile decât obligaţiunile. Am auzit despre instituţii de binefacere care au fost sfătuite să-şi plaseze toţi banii în acţiuni şi să nu investească deloc în obligaţiuni.* Lucrurile stau exact pe dos faţă de cum stăteau mai demult, când investiţiile fondurilor fiduciare erau limitate prin lege la obligaţiuni foarte bine cotate (şi doar câteva preferau acţiunile).

Cititorii noştri trebuie să aibă destulă inteligenţă pentru a recunoaşte că nici măcar acţiunile de foarte bună calitate nu pot fi o achiziţie mai bună decât obligaţiunile *în orice condiţii* – adică indiferent

---

* La sfârşitul anilor 1990, acest sfat – care poate fi potrivit pentru o fundaţie cu un orizont investiţional nelimitat – a fost dat şi investitorilor individuali, a căror viaţă are o durată limitată. În ediţia din 1994 a importantei sale cărţi intitulate „Acţiuni de cursă lungă" (*Stocks for the Long Run*), profesorul de finanţe Jeremy Siegel de la Wharton School recomanda ca investitorii „care-şi asumă riscuri" să cumpere în marjă, împrumutând peste o treime din capitalul propriu pentru a investi 135% din acesta în acţiuni. Chiar şi oficialităţile guvernamentale au intrat în horă: în februarie 1999, Onorabilul Richard Dixon, ministrul de finanţe al statului Maryland, a spus publicului prezent la o conferinţă pe tema investiţiilor: „Nu are niciun sens ca cineva să investească un ban măcar într-un fond de obligaţiuni."

Scanned with OKEN Scanner

cât de mare ar fi nivelul pieţei bursiere şi cât de mic ar fi randamentul curent al dividendului comparativ cu dobânzile pe care le aduc obligaţiunile. O afirmaţie de acest fel ar fi la fel de absurdă ca aceea contrară ei – auzită de prea multe ori în anii anteriori – conform căreia orice obligaţiune este mai sigură decât orice acţiune. În acest capitol vom încerca să folosim diverşi indicatori ai factorului inflaţionist, cu scopul de a trage unele concluzii în ceea ce priveşte măsura în care investitorul este înţelept să ţină cont de aşteptările privind creşterea în viitor a nivelului preţului.

În această chestiune, ca în atâtea altele din domeniul finanţelor, trebuie să ne fundamentăm ideile cu privire la politica viitoare pe cunoaşterea a ceea ce s-a întâmplat în trecut. Este inflaţia ceva nou pentru această ţară, cel puţin în forma serioasă pe care a luat-o ea începând cu 1965? Dacă au existat inflaţii comparabile (sau mai rele) în vremurile noastre, ce învăţăminte se pot trage din ele pentru a putea înfrunta inflaţia de astăzi? Să începem cu tabelul 2-1, o reprezentare istorică condensată care cuprinde multe informaţii despre schimbările suferite de nivelul general al preţurilor şi schimbările concomitente suferite de profitul net şi valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare. Datele noastre încep cu anul 1915 şi se întind astfel pe o perioadă de 55 de ani, fiind prezentate la intervale de cinci ani. (Folosim datele din 1946 în locul celor din 1945 pentru a evita ultimul an de limitare a preţurilor de pe timpul războiului.)

Primul lucru pe care-l observăm este acela că am avut inflaţie în trecut – multă inflaţie. Cel mai mare puseu pe o perioadă de cinci ani s-a înregistrat între 1915 şi 1920, când costul vieţii aproape că s-a dublat. Este o creştere comparabilă cu cea de 15% înregistrată între 1965 şi 1970. Între aceste intervale, am avut trei perioade de scădere a preţurilor şi apoi şase de creştere în diverse ritmuri, unele destul de mici. Văzând aceste date, investitorul ar trebui în mod evident să ia în calcul probabilitatea ca inflaţia să continue sau să reapară în viitor.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 2-1. Nivelul general al prețurilor, profitul net al acțiunilor și prețul acțiunilor pe intervale de cinci ani (1915-1970)

	Nivelul prețurilor[a]		*Indicele bursier S & P 500*[b]		*Variația procentuală față de nivelul anterior*			
Anul	Cu ridicata	De consum	Profit net	Preț	Prețurile cu ridicata (%)	Prețurile de consum (%)	Profitul net al acțiunilor (%)	Prețul acțiunilor (%)
1915	38,0	35,4		8,31				
1920	84,5	69,8		7,98	+96,0	+96,8		– 4,0
1925	56,6	61,1	1,24	11,15	–33,4	–12,4		+ 41,5
1930	47,3	58,2	0,97	21,63	–16,5	– 4,7	– 21,9	+ 88,0
1935	43,8	47,8	0,76	15,47	– 7,4	–18,0	– 21,6	– 26,0
1940	43,0	48,8	1,05	11,02	– 0,2	+ 2,1	+ 33,1	– 28,8
1946[c]	66,1	68,0	1,06	17,08	+53,7	+40,0	+ 1,0	+ 55,0
1950	86,8	83,8	2,84	18,40	+31,5	+23,1	+168,0	+ 21,4
1955	97,2	93,3	3,62	40,49	+ 6,2	+11,4	+ 27,4	+121,0
1960	100,7	103,1	3,27	55,85	+ 9,2	+10,5	– 9,7	+ 38,0
1965	102,5	109,9	5,19	88,17	+ 1,8	+ 6,6	+ 58,8	+ 57,0
1970	117,5	134,0	5,36	92,15	+14,6	+21,9	+ 3,3	+ 4,4

[a] Medii anuale. În tabel, nivelul prețurilor din 1957 = 100; dar, folosind noua bază, 1967 = 100, media pentru 1970 este de 116,3 în cazul prețurilor de consum și de 110,4 în cazul prețurilor cu ridicata pentru indicele bursier.

[b] Media pe 1941-1943 = 10.

[c] Am luat anul 1946 pentru a evita limitele impuse prețurilor.

Scanned with OKEN Scanner

Putem spune care va fi rata probabilă a inflaţiei? Tabelul nostru nu ne ajută să dăm un răspuns clar; el prezintă diverse variaţii. Ni s-ar părea logic totuşi să ne inspirăm din datele destul de consistente pe care le avem pentru ultimii 20 de ani. Creşterea medie anuală a preţurilor de consum în această perioadă a fost de 2,5%, în perioada 1965-1970 a fost de 4,5%, iar numai în 1970 a fost de 5,4%. Politica oficială guvernamentală a vizat combaterea fermă a inflaţiei la scară mare şi sunt câteva motive să credem că politicile federale vor fi mai eficace în viitor decât au fost în ultimii ani.* Noi considerăm că, în acest moment, un investitor ar fi rezonabil să-şi fundamenteze gândirea şi deciziile pe o rată *probabilă* (departe de a fi certă) a inflaţiei viitoare de, să zicem, 3% pe an. (Această valoare ar putea fi comparată cu o rată anuală a inflaţiei de circa 2½% pentru întreaga perioadă 1915-1970.)[1]

Care ar fi implicaţiile unei asemenea creşteri? Ea ar înghiţi, sub forma creşterii costului vieţii, aproape jumătate din venitul care se poate obţine în prezent din obligaţiunile de calitate, neimpozabile, pe termen mediu (ori suma echivalentă netă care s-ar putea obţine din obligaţiunile corporatiste foarte bine cotate). Ar fi o diminuare importantă, dar care n-ar trebui să fie exagerată. Nu înseamnă că valoarea reală sau puterea de cumpărare a banilor investitorului trebuie neapărat să se reducă de-a lungul anilor. Dacă acesta ar cheltui jumătate din venitul adus de dobândă după plata impozitelor, el şi-ar putea păstra puterea de cumpărare, chiar şi la o inflaţie anuală de 3%.

Următoarea întrebare este, în mod firesc, aceasta: „Poate investitorul să fie cât de cât sigur că face mai bine cumpărând şi păstrând alte titluri decât obligaţiuni foarte bine cotate, chiar şi la randamentul fără precedent oferit în 1970-1971?" De exemplu, n-ar fi de preferat să se investească numai în acţiuni, şi nu să se investească o parte a banilor în obligaţiuni, iar cealaltă în acţiuni? Acţiunile ordinare nu încorporează o protecţie la inflaţie şi nu sunt ele investiţii aproape sigure, oferind un câştig mai bun de-a lungul anilor comparativ cu obligaţiunile? De fapt, acţiunile nu i-au adus investitorului satisfacţii mult

---

* Aceasta este una dintre puţinele aprecieri greşite ale lui Graham. În 1973, la numai doi ani după ce preşedintele Richard Nixon a impus limitarea salariilor şi a preţurilor, inflaţia a atins 8,7%, cel mai mare nivel de la sfârşitul celui de-al Doilea Război Mondial. Deceniul 1973-1982 a fost cel mai inflaţionist din istoria modernă a Americii, în această perioadă costul vieţii crescând de peste două ori.

Scanned with OKEN Scanner

mai mari decât cele pe care i le-au adus obligațiunile în cei 55 de ani studiați de noi?

Răspunsul la aceste întrebări este destul de complicat. În trecut, pe termen lung, acțiunile ordinare au avut într-adevăr un randament mai bun decât obligațiunile. Creşterea indicelui DJIA de la o medie de 77 în 1915 la una de 753 în 1970 înseamnă un ritm anual de creştere compus de circa 4%, la care putem adăuga alte 4% pentru randamentul mediu al dividendului. (Cifrele corespunzătoare indicelui compozit S & P sunt cam aceleaşi) Aceste cifre combinate de 8% pe an sunt desigur mult mai bune decât randamentul dat de obligațiuni în aceeaşi perioadă de 55 de ani. Ele nu sunt superioare însă randamentului oferit *acum* de obligațiunile foarte bine cotate. Ajungem astfel la următoarea întrebare logică: există vreun motiv convingător să credem că acțiunile ordinare au şanse să dea un randament mult mai bun în următorii ani decât au dat în ultimele cinci decenii şi jumătate?

Răspunsul nostru la această întrebare crucială este în mod cert unul *negativ*. Acțiunile ordinare *pot* să dea un randament mai bun în viitor față de trecut, dar acest lucru nu este deloc unul sigur. Trebuie să ținem seama aici de două elemente temporale diferite ale rezultatelor investițiilor. Primul se referă la ceea ce este probabil să se întâmple în viitorul îndepărtat – să zicem, în următorii 25 de ani. Al doilea se referă la ceea ce este probabil să i se întâmple investitorului – atât din punct de vedere financiar, cât şi din punct de vedere psihologic – pe termen scurt sau mediu, să zicem, în cinci ani sau mai puțin. Starea de spirit, speranțele şi neliniştile sale, satisfacția sau nemulțumirea legată de ceea ce a făcut, înainte de toate, deciziile cu privire la ceea ce va face în continuare sunt determinate nu reconsiderând felul în care a investit o viață întreagă, ci ținând cont de ceea ce i se întâmplă de la un an la altul.

Asupra acestui aspect putem fi categorici. Nu există o legătură temporală strânsă între condițiile inflaționiste (sau deflaționiste) şi modificarea profitului net şi a prețului acțiunilor ordinare. Exemplul cel mai evident ni-l oferă ultima perioadă, 1966-1970. Creşterea costului vieții a fost de 22%, fiind cea mai mare creştere înregistrată în cinci ani din perioada 1946-1950. Însă atât profitul net al acțiunilor, cât şi prețurile acțiunilor în ansamblu au scăzut începând cu 1965. Contradicții similare în ambele sensuri există între datele din perioadele anterioare.

Scanned with OKEN Scanner

Inflaţia şi profitul net al companiilor

Un alt şi foarte important mod de abordare a subiectului este cel bazat pe studiul raportului dintre profitul net şi capital înregistrat de firmele americane. Acesta a fluctuat, bineînţeles, odată cu ritmul general al activităţii economice, dar nu a prezentat o tendinţă generală de creştere odată cu preţurile cu ridicata sau cu costul vieţii. De fapt, acest raport a scăzut destul de semnificativ în ultimii douăzeci de ani în ciuda inflaţiei. (Într-o oarecare măsură, scăderea s-a datorat practicării unor rate de amortizare mai generoase. A se vedea tabelul 2-2.) Studiile ample efectuate de noi ne-au dus la concluzia că investitorul nu poate să se bizuie pe un raport profit net-capital cu mult mai mare decât cel înregistrat în ultimii cinci ani de firmele din grupul DJIA – de circa 10%, calculat în funcţie de activele tangibile nete (valoarea contabilă) pe baza cărora s-au emis acţiuni.[2] Cum valoarea de piaţă a acestor titluri este cu mult superioară valorii lor contabile – de pildă, la mijlocul anului 1971, valoarea de piaţă era 900, iar cea contabilă, 560 – raportul procentual profit net-preţ curent de piaţă se ridică la numai circa 6¼%. (Această relaţie este exprimată de obicei în forma inversă, sau „de atâtea ori profitul net" – de pildă, preţul DJIA de 900 este egal cu de 18 ori profitul net real din cele 12 luni anterioare lui iunie 1971.)

Cifrele noastre se leagă direct de sugestia făcută în capitolul anterior*, când spuneam că investitorul poate estima un randament mediu al dividendului de circa 3,5% la valoarea de piaţă a acţiunilor sale, plus o creştere a valorii de, să zicem, 4% anual ca urmare a reinvestirii profiturilor. (De observat că la fiecare dolar adăugat valorii contabile se presupune că preţul de piaţă creşte cu circa 1,60 $.)

Cititorul va obiecta, spunând că, până la urmă, calculele noastre nu ţin seama de creşterea profitului net şi a valorii acţiunilor ordinare produsă de inflaţia anuală prognozată de 3%. Explicaţia este aceea că nimic nu indică faptul că, în trecut, o inflaţie comparabilă a avut un efect *direct* asupra profitului net raportat pe acţiune. Cifrele propriu-zise demonstrează că *toată* creşterea semnificativă a profitului net aferent coşului DJIA din ultimii 20 de ani s-a datorat creşterii proporţionale a capitalului investit provenit din reinvestirea profiturilor. Dacă inflaţia ar fi acţionat ca un factor favorizant distinct, ea ar fi avut

---

* A se vedea p. 26.

Scanned with OKEN Scanner

ca efect creşterea „valorii" capitalului existent anterior; la rândul ei, aceasta ar trebui să ducă la creşterea raportului dintre profitul net şi vechiul capital, deci şi a raportului dintre profitul net şi capitalul vechi şi nou combinat. Însă aşa ceva nu s-a întâmplat de fapt în ultimii 20 de ani, perioadă în care preţul cu ridicata a crescut cu aproape 40%. (Profitul net al firmelor ar trebui să fie influenţat mai mult de preţurile cu ridicata decât de „preţurile de consum".) Inflaţia nu poate mări valoarea acţiunilor ordinare decât dacă determină creşterea raportului dintre profitul net şi investiţiile de capital. Ţinând cont de datele din trecut, aşa ceva nu s-a întâmplat.

În ciclurile economice anterioare, o activitate economică înfloritoare era însoţită de creşterea nivelului preţurilor, iar o activitate economică nesatisfăcătoare, de scăderea preţurilor. Se considera în general că „puţină inflaţie" făcea bine profitului firmelor. Această optică nu este contrazisă de informaţiile din perioada 1950-1970, care dezvăluie existenţa unei combinaţii de prosperitate în general permanentă şi preţuri în general crescânde. Cifrele indică însă că efectul tuturor acestora asupra *capacităţii de a produce câştig* a capitalului în acţiuni („capitalului propriu") a fost unul foarte mic; de fapt, ele n-au contribuit nici măcar la păstrarea raportului dintre profitul net şi capitalul investit. Este limpede că au existat importante influenţe compensatorii care au împiedicat creşterea rentabilităţii reale a corporaţiilor americane în ansamblu. Poate că cele mai importante dintre acestea au fost (1) creşterea salariilor într-un ritm superior creşterii productivităţii şi (2) nevoia de a atrage un volum uriaş de capital nou, ceea ce a contribuit la menţinerea raportului dintre vânzări şi capitalul utilizat.

Cifrele noastre din tabelul 2-2 indică faptul că, până acum, efectul inflaţiei a fost exact invers, din moment ce ea a adus beneficii corporaţiilor şi acţionarilor acestora. Cifrele cele mai frapante din tabelul nostru sunt cele referitoare la creşterea datoriilor companiilor între 1950 şi 1969. Este surprinzător că economiştii şi cei de pe Wall Street acordă atât de puţină atenţie acestui fenomen. Datoriile corporaţiilor au crescut de aproape cinci ori, în timp ce profitul lor înainte de impozitare a crescut ceva mai puţin de două ori. În condiţiile în care, în această perioadă, ratele dobânzilor s-au mărit foarte mult, este evident că datoria totală a firmelor reprezintă în prezent un factor economic defavorabil destul de important şi o reală problemă pentru multe întreprinderi. (De observat că, în 1950, profitul net după deducerea

Scanned with OKEN Scanner

dobânzii, dar înainte de scăderea impozitului a fost de circa 30% din datoriile companiilor, pe când în 1969 acesta reprezenta numai 13,2% din datorii.) Pe ansamblu, se pare că o parte semnificativă a acelei rentabilităţi de 11% a capitalului corporaţiilor în general se datorează contractării unui volum însemnat de datorii noi, care costă 4% sau mai puţin după efectuarea deducerilor fiscale. Dacă firmele noastre şi-ar fi păstrat rata de îndatorare din 1950, raportul dintre profitul lor net şi capitalul în acţiuni ar fi scăzut şi mai mult, în pofida inflaţiei.

TABELUL 2-2. Datoriile firmelor, profitul şi raportul profit net-capital (1950-1969)

		Profitul companiilor			
	Datorii nete ale firmelor	Înainte de impozitare	După impozitare	*Raportul profit net-capital (%)*	
Anul	*(miliarde $)*	(milioane $)	(milioane $)	Date S & P[a]	Alte date[b]
1950	140,2	42,6	17,8	18,3	15,0
1955	212,1	48,6	27,0	18,3	12,9
1960	302,8	49,7	26,7	10,4	9,1
1965	453,3	77,8	46,5	10,8	11,8
1969	692,9	91,2	48,5	11,8	11,3

[a] Profitul net al companiilor din coşul Standard & Poor's împărţit la valoarea contabilă medie din anul respectiv.

[b] Cifrele pentru 1950 şi 1955 sunt luate de la Cottle şi Whitman, iar cele pentru perioada 1960-1969, din *Fortune*.

Piaţa bursieră a considerat că întreprinderile de utilităţi publice sunt una dintre principalele victime ale inflaţiei, fiind prinse între creşterea substanţială a costului banilor împrumutaţi şi dificultatea măririi tarifelor practicate în regim reglementat. Dar poate că acum este momentul să remarcăm un lucru: chiar faptul că costul unitar al electricităţii, gazelor şi serviciilor telefonice a crescut cu mult mai puţin decât indicele general al preţurilor plasează aceste companii într-o puternică poziţie strategică pe viitor.[3] Ele sunt autorizate prin lege să practice tarife care să le asigure un randament adecvat al capitalului investit, şi acest lucru îi va proteja probabil pe acţionarii acestora în viitor, aşa cum inflaţia i-a protejat în trecut.

Toate cele menţionate mai înainte ne duc din nou la concluzia că investitorul nu are motive solide să se aştepte la mai mult decât un

Scanned with OKEN Scanner

câştig mediu general de, să zicem, 8% la un portofoliu de acţiuni ordinare gen DJIA achiziţionate la preţurile din 1971. Însă chiar dacă aceste aşteptări se dovedesc a fi mult subestimate, nu ar exista argumente pentru un program de investiţii numai în acţiuni. Dacă există un lucru cert legat de viitor, acesta este faptul că profitul net şi valoarea medie anuală de piaţă a unui portofoliu de acţiuni *nu* vor creşte într-un ritm constant de 4% sau în orice alt ritm. Ca să folosim memorabilele cuvinte ale lui J.P. Morgan bătrânul, *„ele vor fluctua".** Aceasta înseamnă bineînţeles în primul rând că cel care cumpără acţiuni ordinare la preţurile de azi – sau de mâine – îşi va asuma riscul real de a obţine rezultate nesatisfăcătoare vreme de câţiva ani. Lui General Electric (şi indicelui DJIA în sine) i-a trebuit 25 de ani să recâştige terenul pierdut în timpul dezastrului din 1929-1932. În plus, dacă investitorul se concentrează asupra acţiunilor ordinare, sunt foarte mari şanse ca el să fie indus în eroare fie de creşterile euforizante, fie de scăderile neliniştitoare. Acest lucru este valabil mai ales dacă raţionamentul lui este determinat în mare măsură de aşteptările cu privire la creşterea inflaţiei. Căci atunci, dacă piaţa va cunoaşte o nouă creştere, el va considera aceasta nu ca pe un semnal al unei inevitabile prăbuşiri, nu ca pe o şansă de a încasa profiturile frumoase obţinute, ci ca pe o justificare a ipotezei inflaţiei şi ca pe un motiv de a continua să cumpere acţiuni ordinare indiferent cât de mare este nivelul pieţei sau cât de mic este randamentul dividendului. Aşa apar regretele.

Variante la acţiunile ordinare ca protecţie împotriva inflaţiei

Politica obişnuită a oamenilor din întreaga lume care nu au încredere în moneda ţării lor este să cumpere şi să păstreze aur. Acest lucru a fost interzis prin lege cetăţenilor americani după 1935 – din fericire pentru ei. În ultimii 35 de ani, preţul aurului pe piaţa liberă a crescut de la 35 $ uncia la 48 $ la începutul anului 1972 – o creştere de numai 35%. În tot acest timp însă, cel care a posedat aur n-a

* John Pierpont Morgan a fost cel mai puternic finanţist de la sfârşitul secolului al XIX-lea şi începutul secolului al XX-lea. Datorită marii sale influenţe, era întrebat tot timpul ce se va întâmpla în continuare cu piaţa bursieră. Morgan a dat un răspuns foarte scurt şi extrem de exact: „Va fluctua." A se vedea Jean Strouse, *Morgan: American Financier* (Random House, 1999), p. 11.

Scanned with OKEN Scanner

câştigat nimic din investiţia făcută, în schimb a cheltuit anual o sumă pentru faptul de a-l fi deţinut. În mod evident, el ar fi făcut mult mai bine dacă şi-ar fi depus banii cu dobândă într-un cont de economii, în ciuda creşterii nivelului general al preţurilor.

Imposibilitatea aproape totală a aurului de a oferi protecţie împotriva scăderii puterii de cumpărare a dolarului trebuie să pună serios la îndoială capacitatea investitorului obişnuit de a se apăra el însuşi de inflaţie prin plasarea banilor în „lucruri".* Foarte puţine obiecte preţioase au înregistrat o creştere surprinzătoare a valorii de piaţă de-a lungul anilor – cum ar fi diamantele, tablourile pictorilor celebri, ediţiile princeps ale cărţilor, timbrele şi monedele rare etc. Dar în multe dintre aceste cazuri, poate chiar în majoritatea lor, preţurile cotate par a conţine un element artificial, instabil sau chiar ireal. Este oarecum greu să te gândeşti că, plătind 67.500 $ pe o monedă americană de argint datată 1804 (dar care nici măcar n-a fost bătută în acel an), ai făcut o „investiţie".[4] Recunoaştem că acest lucru ne depăşeşte. Foarte puţini cititori ai noştri se vor simţi ca peştele în apă în acest domeniu.

Deţinerea în proprietate a unor bunuri imobiliare este considerată de multă vreme o investiţie viabilă pe termen lung, care oferă o bună protecţie împotriva inflaţiei. Din păcate, valoarea bunurilor imobiliare este şi ea supusă unor ample fluctuaţii; se pot comite greşeli foarte mari în ceea ce priveşte amplasamentul, preţul plătit etc.; stratagemele vânzătorilor pot conţine capcane. În fine, diversificarea nu este o variantă practică pentru investitorul cu mijloace limitate, excepţie

---

* Specialistul în investiţii Peter L. Bernstein consideră că Graham s-a „înşelat amarnic" în privinţa metalelor preţioase, mai ales a aurului, care (cel puţin în anii care au trecut de la scrierea acestui capitol) a demonstrat o capacitate sporită de a devansa inflaţia. Consilierul financiar William Bernstein este de acord cu această idee, evidenţiind că investirea unei părţi foarte mici din capital în metale preţioase (să zicem, 2% din totalul activelor) nu poate afecta randamentul de ansamblu atunci când aurul are un curs nesatisfăcător. Dar când cursul aurului este bun, câştigul obţinut este adeseori atât de spectaculos – uneori mai mare de 100% într-un an – încât poate da strălucire unui portofoliu altfel tern. Investitorul inteligent evită totuşi să bage bani direct în aur, din cauza cheltuielilor mari cu păstrarea şi asigurarea; în schimb, caută un fond mutual diversificat, specializat în acţiuni ale companiilor de extracţie şi prelucrare a metalelor preţioase, care practică un comision mai mic de 1% pe an. Limitaţi-vă investiţia la 2% din valoarea totală a activelor financiare (sau, eventual, 5% dacă aveţi peste 65 de ani).

Scanned with OKEN Scanner

făcând diversele tipuri de participaţii în asociere şi care presupun riscurile corespunzătoare unor titluri noi lansate la bursă – nu foarte diferite de plasamentele în acţiuni ordinare. Nici acest domeniu nu ţine de noi. Investitorilor n-ar trebui să le spunem decât atât: „Asiguraţi-vă că ţine de dumneavoastră înainte de a intra în el."

Concluzie

Ne întoarcem, firește, la politica recomandată în capitolul anterior. Tocmai din cauza incertitudinilor legate de viitor, investitorul nu-şi poate permite să pună toţi banii într-un coş – nici în coşul obligaţiunilor, în ciuda randamentelor fără precedent oferite în ultima vreme de acestea, nici în cel al acţiunilor, în ciuda perspectivelor privind perpetuarea inflaţiei.

Cu cât investitorul depinde mai mult de portofoliul său şi de venitul pe care-l aduce acesta, cu atât este mai necesar ca el să se protejeze de evenimentele neaşteptate şi deranjante din această perioadă a existenţei sale. Este evident că investitorul prudent trebuie să încerce să reducă la minimum riscurile. Credem cu tărie că riscurile pe care le presupune cumpărarea, de pildă, a unor obligaţiuni emise de o companie de telefonie care aduc un câştig de aproape 7½% sunt mult mai mici decât cele pe care le presupune cumpărarea acţiunilor care compun coşul DJIA la valoarea de 900 (sau orice acţiuni echivalente acestora). Însă posibilitatea inflaţiei *la scară mare* rămâne, iar investitorul trebuie să se protejeze întrucâtva împotriva ei. Nu este sigur că un plasament în acţiuni va oferi o protecţie adecvată împotriva unei asemenea inflaţii, însă ar trebui să protejeze mai bine decât plasamentul în obligaţiuni.

Aceasta am spus în privinţa respectivă în ediţia din 1965 a lucrării noastre (la p. 97) şi ceea ce ar trebui să spunem şi acum:

> Pentru cititor trebuie să fie evident că nu suntem interesaţi de acţiunile ordinare la aceste niveluri (892 în cazul DJIA). Din motivele prezentate deja, considerăm că investitorul defensiv nu-şi poate permite să nu aibă un portofoliu format într-o proporţie apreciabilă din acţiuni ordinare, chiar dacă, după părerea noastră, acestea sunt răul mai mic – cel mai mare fiind riscurile plasării tuturor banilor în obligaţiuni.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 2

„Americanii devin tot mai puternici. Cu douăzeci de ani în urmă, era nevoie de doi oameni ca să cari nişte articole de băcănie în valoare de zece dolari. Astăzi, poate face acest lucru un puşti de cinci ani."

Henry Youngman

Inflaţia? Cui îi pasă de *asta*?

În definitiv, creşterea anuală a costului bunurilor şi serviciilor a atins în medie mai puţin de 2,2% între 1997 şi 2002 – iar economiştii cred că chiar şi acest nivel minim poate fi supraestimat.[1] (Gândiţi-vă de pildă la scăderea drastică a preţului calculatoarelor şi articolelor electronice de uz casnic – şi la îmbunătăţirea calităţii multor bunuri, ceea ce înseamnă că valoarea mărfurilor cumpărate a crescut.) În ultimii ani, rata reală a inflaţiei din SUA a oscilat probabil în jurul valorii de 1% anual – o creştere atât de mică, încât mulţi experţi au proclamat că „inflaţia a murit".[2]

ILUZIA BANILOR

Mai este un motiv pentru care investitorii ignoră importanţa inflaţiei: ceea ce numesc psihologii „iluzia banilor". Dacă beneficiezi de o creştere a salariului cu 2% într-un an în care inflaţia este de 4%, aproape sigur te vei simţi mai bine decât te vei simţi dacă salariul ţi se

---

[1] Biroul de Statistică a Muncii din SUA, care calculează indicele preţurilor de consum cu ajutorul căruia se măsoară inflaţia, are un site cuprinzător şi foarte util. Adresa acestuia este www.bls.gov/cpi/home.htm.

[2] Pentru o discuţie antrenantă referitoare la scenariul „morţii inflaţiei", a se vedea www.pbs.org/newshour/bb/economy/july-dec97/inflation_12-16.html. În 1996, comisia Boskin, un grup de economişti căruia guvernul i-a cerut să analizeze exactitatea ratei oficiale a inflaţiei, a apreciat că aceasta era supraestimată, de multe ori cu aproape două puncte procentuale pe an. Raportul comisiei se poate găsi la www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html. Mulţi specialişti în investiţii consideră acum că deflaţia, sau scăderea preţurilor, este şi mai mare decât inflaţia; cel mai bun mijloc de a te proteja de acest risc este să incluzi permanent în portofoliu obligaţiuni. (A se vedea comentariul la Capitolul 4.)

Scanned with OKEN Scanner

reduce cu 2% într-un an în care inflația este zero. Totuși ambele schimbări duc practic la același rezultat – un venit cu 2% mai mic după deducerea inflației. Atâta vreme cât modificarea *nominală* (sau absolută) este pozitivă, noi o considerăm un lucru bun – chiar dacă rezultatul *real* (sau după deducerea inflației) este negativ. Iar o modificare a salariului dumneavoastră este mai frapantă și are un caracter mai concret decât modificarea generalizată a prețurilor în economie în ansamblu.[3] În mod asemănător, investitorii au fost încântați să câștige în 1980 11% la certificatele de depozit bancar și sunt crunt dezamăgiți să câștige în 2003 numai circa 2% – chiar dacă atunci pierdeau bani după deducerea inflației, iar acum țin pasul cu inflația. Câștigul nostru nominal este trecut pe afișele băncii, lipite în vitrina acesteia, iar un număr mare ne face să ne simțim bine. Dar inflația diminuează treptat, pe neștiute, acel număr. În loc să scoată afișele, ea nu face decât să ne scoată bani din buzunare. Iată de ce inflația este atât de ușor de ignorat – și de ce este atât de important să-ți apreciezi succesul investițiilor nu atât în funcție de cât câștigi, ci de cât îți rămâne după deducerea inflației.

Lucru și mai esențial este faptul că investitorul inteligent trebuie să-și ia întotdeauna măsuri de precauție împotriva unor fenomene neașteptate sau subestimate. Există trei motive întemeiate ca să credem că inflația n-a murit:

- Nu demult, între 1973 și 1982, SUA au cunoscut una dintre cele mai dureroase explozii ale inflației din întreaga lor istorie. Ținând seama de indicele prețurilor de consum, prețurile au crescut în acea perioadă de peste două ori, într-un ritm anualizat de aproape 9%. Numai în 1979, inflația a atins 13,3%, paralizând economia într-o stare ce avea să devină cunoscută sub denumirea de „stagflație" – și făcându-i pe mulți comentatori să se întrebe dacă America putea face față concurenței de pe piața mondială.[4] Bunuri și servicii care, la începutul lui 1973, costau 100 $, la sfârșitul lui 1982, costau

[3] Pentru mai multe orbservații legate de această capcană comportamentală, a se vedea Eldar Shafir, Peter Diamond, Amos Tversky. „Money Illusion", în Daniel Kahneman, Amos Tversky, editori, *Choices, Values, and Frames* (Cambridge University Press, 2000), pp. 335-355.

[4] În acel an, președintele Jimmy Carter a ținut faimosul discurs al „indispoziției", în care a atras atenția asupra existenței unei „crize a încrederii" care „lovește în chiar inima și sufletul, și spiritul voinței noastre naționale" și „amenință să distrugă structura socială și politică a Americii".

Scanned with OKEN Scanner

230 $, valoarea unui dolar scăzând astfel la mai puțin de 45 de cenți. Nimeni dintre cei care au traversat cu bine acea perioadă nu ar lua în râs o diminuare a avuției de asemenea proporții; nicio persoană prudentă nu poate să nu se protejeze împotriva unui astfel de risc care ar putea reapărea.

- Din 1960, 69% dintre țările cu economie de piață ale lumii au cunoscut cel puțin un an în care inflația a atins o rată anualizată de cel puțin 25%. În medie, respectivele perioade inflaționiste au diminuat cu 53% puterea de cumpărare a investitorilor.[5] Ar fi o nebunie să nu sperăm că America este oarecum exclusă de la un asemenea dezastru. Însă ar fi o nebunie şi mai mare să tragem concluzia că el nu ni se poate întâmpla niciodată.[6]
- Creşterea prețurilor îi permite Unchiului Sam să-şi plătească datoriile în dolari ieftiniți de inflație. Eradicarea totală a inflației contravine interesului economic al oricărui guvern care împrumută cu regularitate bani.[7]

JUMĂTATE DE PROTECȚIE

Ce poate atunci să facă investitorul inteligent pentru a se proteja de inflație? Răspunsul obişnuit este „să cumpere acțiuni" – dar, aşa cum sunt de obicei răspunsurile obişnuite, nici acesta nu este pe deplin adevărat.

Figura 2-1 prezintă, pentru fiecare an cuprins între 1926 şi 2002, relația existentă între inflație şi prețul acțiunilor.

---

[5] A se vedea Stanley Fischer, Ratna Sahay, Carlos A. Vegh, „Modern Hyper- and High Inflations", National Bureau of Economic Research, document de lucru 8930, la www.nber.org/papers/w8930.

[6] De fapt, SUA au avut două perioade de hiperinflație. În timpul Revoluției Americane, prețurile aproape s-au triplat în fiecare an între 1777 şi 1779, o livră (aproximativ jumătate de kilogram – n. tr.) de unt costând 12 $, iar un *barrel* de făină (aproximativ 89 kg – n. tr.) ajungând la 1.600 $ în Massachusetts. În timpul Războiului Civil, inflația a atins rate anuale de 29% în Nord şi de aproape 200% în Confederație. Nu mai departe de 1946, inflația a atins în SUA 18,1%.

[7] Îi sunt îndatorat lui Laurence Siegel de la Fundația „Ford" pentru această observație cinică, dar exactă. Invers, într-o perioadă cu deflație (sau scădere constantă a prețurilor) este mai avantajos să dai decât să iei bani cu împrumut – iată de ce majoritatea investitorilor ar trebui să păstreze cel puțin o mică parte a capitalului în obligațiuni, ca formă de asigurare împotriva scăderii prețurilor.

Scanned with OKEN Scanner

După cum puteți vedea, în anii în care prețul bunurilor și serviciilor de larg consum a scăzut, ca în partea stângă a graficului, randamentul acțiunilor a fost îngrozitor – piața pierzând până la 43% din valoare.[8] Când inflația a sărit de 6%, ca în anii din partea dreaptă a graficului, acțiunile iar au dat rezultate deplorabile. Piața bursieră a pierdut bani în opt dintre cei 14 ani în care inflația a depășit 6%; randamentul mediu în cei 14 ani a fost de numai 2,6%.

În vreme ce inflația moderată le permite companiilor să transfere clienților creșterea costurilor la materiile prime, inflația puternică are un efect distrugător, obligându-i pe clienți să-și reducă achizițiile și diminuând activitatea în economie.

Dovezile istorice sunt clare: de la apariția în 1926 a primelor date exacte cu privire la piața bursieră, au existat 64 de perioade de cinci ani (adică 1926-1930, 1927-1931, 1928-1932 și așa mai departe până în 1998-2002). În 50 dintre cele 64 de perioade de cinci ani (sau în 78% din timp), acțiunile au avut randamente superioare ratei inflației.[9] Este un rezultat impresionant, dar deficitar; înseamnă că acțiunile n-au reușit să țină pasul cu inflația în aproximativ o cincime din timp.

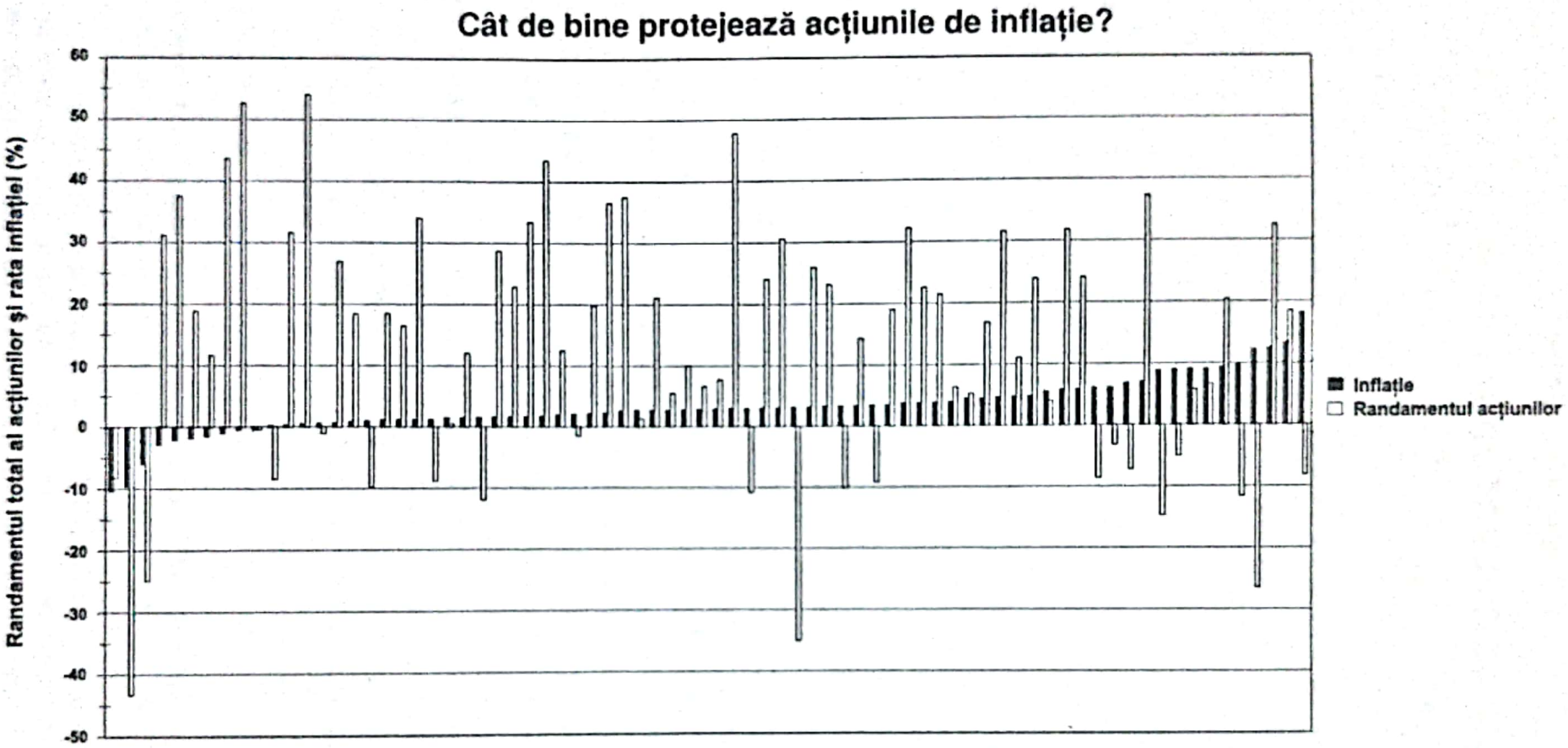
---

[8] Când este negativă, inflația poartă denumirea tehnică de „deflație". Scăderea regulată a prețurilor poate părea la început o idee interesantă, până când te gândești la exemplul japonez. Prețurile au scăzut în Japonia începând cu 1989, piața imobiliară și cea bursieră pierzând în valoare an de an – o tortură neîntreruptă pentru a doua mare economie a lumii.

[9] Ibbotson Associates, *Stocks, Bonds, Bills, and Inflation, 2003 Handbook* (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), tabelul 2-8. Aceeași evoluție se observă în afara SUA: în Belgia, Italia și Germania, unde inflația a fost deosebit de mare în secolul al XX-lea, „inflația pare a fi avut un efect negativ atât asupra acțiunilor, cât și asupra obligațiunilor", observă Elroy Dimson, Paul Marsh și Mike Staunton în *Triumph of the Optimists: 101 Years of Global Investment Returns* (Princeton University Press, 2002), p. 53.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 2-1



Graficul prezintă inflația şi randamentul acțiunilor pentru fiecare an cuprins între 1926 şi 2002 – aranjați nu în ordine cronologică, ci de la anul cu cea mai mică rată a inflației şi până la anul cu cea mai mare rată a inflației. Când inflația este puternic negativă (a se vedea în partea stângă), acțiunile dau rezultate foarte slabe. Când inflația este moderată, cum a fost în majoritatea anilor din această perioadă, acțiunile dau în general rezultate bune. Dar când inflația atinge niveluri foarte înalte (a se vedea în partea dreaptă), acțiunile dau rezultate imprevizibile, pierzând adeseori cel puțin 10%.

Sursa: Ibbotson Associates.

Scanned with OKEN Scanner

DOUĂ ACRONIME SALVATOARE

Din fericire, vă puteți consolida mijloacele de apărare împotriva inflației investind şi în altceva, nu doar în acțiuni. De când a scris Graham ultima ediție a acestei cărți, investitorilor li s-au pus la dispoziție două instrumente de combatere a inflației:

REIT. Trusturile de investiții în proprietăți imobiliare (*Real Estate Investment Trusts* sau *REITs*, pronunțat „riit") sunt companii care posedă proprietăți comerciale şi rezidențiale, încasând chirie de pe urma lor.[10] Îmbrăcând forma fondurilor mutuale imobiliare, REIT reuşesc să combată destul de bine inflația. Cea mai bună alegere este Vanguard REIT Index Fund; alte variante relativ ieftine sunt Cohen & Steers Realty Shares, Columbia Real Estate Equity Fund şi Fidelity Real Estate Investment Fund.[11] Deşi este puțin probabil ca un fond REIT să asigure o protecție totală împotriva inflației, pe termen lung ar trebui să vă ofere oarece protecție împotriva scăderii puterii de cumpărare fără să vă afecteze câştigurile în ansamblu.

TIPS. Titlurile de trezorerie protejate la inflație (*Treasury Inflation-Protected Securities* sau *TIPS*) sunt obligațiuni guvernamentale emise pentru prima oară în SUA în 1997, a căror valoare creşte automat în momentul în care inflația creşte. Datorită încrederii şi credibilității totale a Statelor Unite care stau la baza lor, nicio obligațiune de tezaur nu prezintă vreun risc de neplată (sau de neachitare a dobânzii). TIPS garantează însă şi faptul că valoarea investiției dumneavoastră nu se va diminua din cauza inflației. Astfel vă protejați în acelaşi timp cu uşurință atât împotriva pierderilor financiare, cât şi împotriva scăderii puterii de cumpărare.[12]

Există însă un secret. Când valoarea obligațiunii TIPS se măreşte ca urmare a creşterii inflației, Fiscul consideră această mărire a valorii venit impozabil – chiar dacă este vorba doar despre un câştig pe hârtie (asta dacă nu cumva ați vândut obligațiunea la noul preț al

---

[10] Informații detaliate, chiar dacă uneori depăşite, despre REIT se pot găsi la www.nareit.com.

[11] Pentru mai multe informații, a se vedea www.vanguard.com, www.cohenandsteers.com, www.columbiafunds.com şi www.fidelity.com. Este mai puțin recomandat să investiți într-un fond REIT dacă posedați o casă, căci acest lucru vă conferă o cotă intrinsecă din proprietatea imobiliară.

[12] O bună introducere în domeniul TIPS se poate găsi la www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm. Pentru analize mai complexe, a se vedea www.federalreserve.gov/Pubs/feds/2002/200232/200232pap.pdf, www.tiaa-crefinstitute.org/Publications/resdiags/73_09-2002.htm şi www.bwater.com/research_ibonds.htm.

Scanned with OKEN Scanner

acesteia, mai mare). De ce i se pare logic Fiscului să procedeze astfel? Investitorul inteligent îşi va aminti cuvintele înțelepte ale analistului financiar Mark Schweber: „Singura întrebare pe care nu trebuie s-o pui niciodată unui birocrat este «de ce?»." Din cauza acestei exasperante complicații fiscale, TIPS sunt foarte potrivite pentru cei care au un cont de pensie cu impozitare amânată precum IRA, Keogh sau 401(k), caz în care ele nu vă vor mări venitul impozabil.

Puteți cumpăra TIPS direct de la guvernul SUA, de pe site-ul www.publicdebt.treas.gov/of/ofinflin.htm, sau de la un fond mutual cu tarife minime precum Vanguard Inflation-Protected Securities ori Fidelity Inflation-Protected Bond Fund.[13] Fie că le cumpărați direct, fie că le cumpărați prin intermediul unui fond, TIPS sunt înlocuitorul ideal al acelei părți din fondul dumneavoastră de pensie pe care altfel ați păstra-o în numerar. Nu faceți tranzacții cu ele: TIPS pot fi volatile pe termen scurt, aşa încât ele merită să fie păstrate permanent, o viață întreagă. Pentru majoritatea investitorilor, alocarea a cel puțin 10% din fondul de pensie pentru TIPS este un mod inteligent de a păstra în siguranță absolută o parte din bani – departe de ghearele lungi şi invizibile ale inflației.

[13] Pentru detalii cu privire la aceste fonduri, a se vedea www.vanguard.com sau www.fidelity.com.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 3

Un secol de istorie a pieței bursiere: prețul acțiunilor la începutul anului 1972

Portofoliul de acțiuni ordinare al investitorului va reprezenta o mică parte din acea imensă și extraordinară instituție cunoscută sub denumirea de piață bursieră. Prudența recomandă ca el să-și facă o idee corectă despre istoria pieței bursiere, mai ales despre fluctuațiile majore ale prețului acțiunilor și despre relațiile variabile existente între prețul acțiunilor în ansamblu și profitul net și dividendul adus de acestea. Cu aceste informații de fond, el poate fi în măsură să-și formeze o părere utilă despre atractivitatea sau pericolele pe care le prezintă piața în diferite momente. Dintr-o simplă coincidență, informațiile statistice utile cu privire la prețuri, profituri și dividende datează încă de acum fix 100 de ani, din 1871. (Ele nu sunt nici pe departe la fel de cuprinzătoare sau demne de crezare în prima jumătate a perioadei ca și în a doua jumătate, dar vor fi de folos.) În acest capitol vom prezenta cifrele într-o formă foarte condensată, având în vedere două obiective. Primul este să prezentăm maniera generală în care au evoluat în esență acțiunile pe parcursul numeroaselor cicluri din ultimul secol. Al doilea este să vedem situația sub forma unor medii succesive pe zece ani, nu doar ale prețurilor acțiunilor, ci și ale profiturilor și dividendelor, pentru a reliefa relația variabilă existentă între acești trei factori importanți. Pornind de la acest volum însemnat de informații, vom trece la o analiză a prețurilor acțiunilor de la începutul anului 1972.

Istoria îndelungată a pieței bursiere este rezumată în două tabele și un grafic. Tabelul 3-1 prezintă minimele și maximele a nouăsprezece cicluri de piață în scădere și piață în creștere din ultima sută de ani. Am folosit în acest caz doi indici. Primul reprezintă o combinație a datelor furnizate de un studiu realizat de comisia Cowles încă în 1870, care au fost puse cap la cap și legate de datele oferite în prezent de cunoscutul indice compozit Standard & Poor's bazat pe 500 de acțiuni. Al doilea este și mai cunoscutul indice Dow Jones Industrial Average (DJIA sau „Dow"), care datează din 1897; el cuprinde 30 de companii, dintre care una este American Telephone & Telegraph, iar celelalte 29 sunt mari întreprinderi industriale.

Scanned with OKEN Scanner

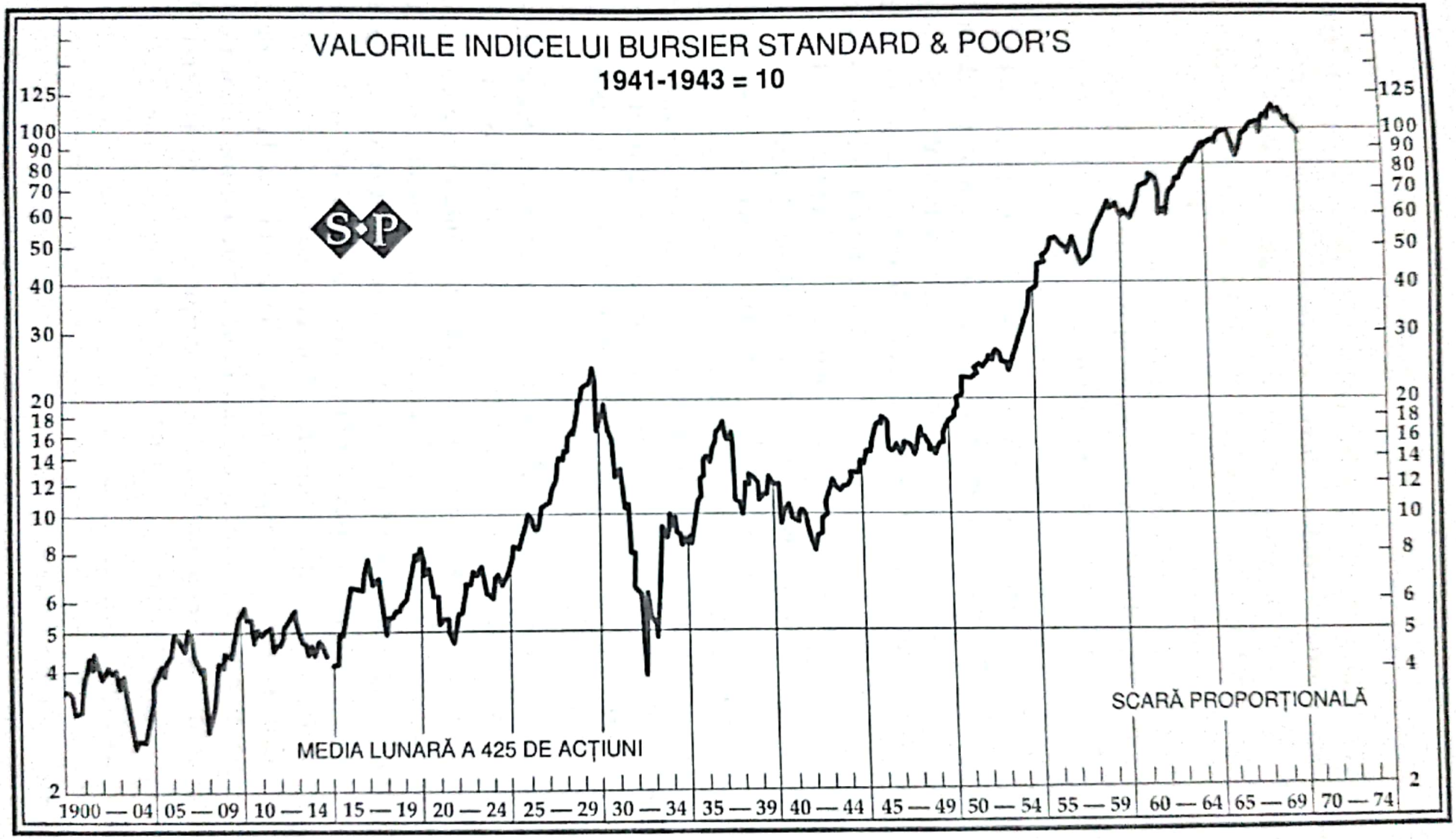
TABELUL 3-1. Oscilații majore ale pieței bursiere între 1871 și 1971

	Indicele compozit Cowles-Standard 500			*Dow-Jones Industrial Average*		
Anul	Maxim	Minim	Declin (%)	Maxim	Minim	Declin (%)
1871		4,64				
1881	6,58					
1885		4,24	28			
1887	5,90					
1893		4,08	31			
1897					38,85	
1899				77,6		
1900					53,50	31
1901	8,50			78,3		
1903		6,26	26		43,20	45
1906	10,03			103,0		
1907		6,25	38		53,00	48
1909	10,30			100,5		
1914		7,35	29		53,20	47
1916-18	10,21			110,2		
1917		6,80	33		73,40	33
1919	9,51			119,6		
1921		6,45	32		63,90	47
1929	31,92			381,0		
1932		4,40	86		41,20	89
1937	18,68			197,4		
1938		8,50	55		99,00	50
1939	13,23			158,0		
1942		7,47	44		92,90	41
1946	19,25			212,50		
1949		13,55	30		161,20	24
1952	26,60			292,0		
1952-53		22,70	15		256,00	13
1956	49,70			521,0		
1957		39,00	24		420,00	20
1961	76,70			735,0		
1962		54,80	29		536,00	27
1966-68	108,40			995,0		
1970		69,30	36		631,00	37
înc. 1972	100		–	900		–

Graficul I, prezentat prin amabilitatea celor de la Standard & Poor's, înfăţişează fluctuaţiile indicelui respectiv format din 425 de acţiuni industriale între 1900 şi 1970. (Un grafic asemănător al indicelui DJIA va arăta aproape la fel.) Cititorul va observa trei perioade cu evoluţii foarte diferite, fiecare întinzându-se pe aproape o treime dintre cei 70 de ani. Prima este cuprinsă între 1900 şi 1924, şi prezintă în cea mai mare parte o serie de cicluri de piaţă destul de asemănătoare, cu durata cuprinsă între trei şi cinci ani. Ritmul anual de creştere din această perioadă a fost în medie de numai circa 3%. Trecem apoi la „Noua Eră" a pieţei în creştere, care culminează în 1929, cu extraordinara prăbuşire de după aceea, urmată de fluctuaţii extrem de neregulate până în 1949. Comparând nivelul mediu din 1949 cu cel din 1924, constatăm că ritmul anual de creştere este de abia 1½%; de aceea, sfârşitul celei de-a doua perioade a găsit publicul lipsit de orice interes pentru acţiunile ordinare. Conform regulii contrariilor, era timpul să înceapă cea mai mare ascensiune a pieţei din istorie, aceasta fiind prezentată în ultima treime a graficului nostru. Fenomenul respectiv este posibil să fi atins punctul culminant în decembrie 1968, când indicele Standard & Poor's calculat pe baza a 425 de acţiuni industriale a ajuns la 118 (şi la 108 în cazul indicelui compozit S & P 500). După cum se observă în tabelul 3-1, au existat reculuri destul de importante între 1949 şi 1968 (mai ales în 1956-1957 şi 1961-1962), dar revenirile ulterioare au fost atât de rapide, încât a trebuit să fie considerate (folosind interpretarea de mult acceptată) recesiuni în cadrul unei singure perioade de ascensiune a pieţei, în loc de cicluri separate ale pieţei. Între nivelul minim de 162 al indicelui Dow de la mijlocul lui 1949 şi maximul de 995 de la începutul lui 1966, s-a înregistrat o creştere de peste şase ori în 17 ani – ceea ce înseamnă un ritm mediu compus de 11% pe an, neluând în calcul dividendele de, să zicem, 3½% pe an. (Creşterea indicelui compozit Standard & Poor's a fost oarecum mai mare decât cea a DJIA – valoarea reală urcând de la 14 la 96.)

Scanned with OKEN Scanner

GRAFICUL I



Scanned with OKEN Scanner

Aceste randamente de 14% sau mai mult au reieşit în 1963, şi ulterior, dintr-un studiu foarte cunoscut.* Datorită rezultatelor extraordinare, el a produs o satisfacţie firească pe Wall Street şi o convingere cu totul ilogică şi periculoasă conform căreia era de aşteptat ca acţiunile ordinare să dea rezultate la fel de bune în viitor. Puţini oameni par a-şi fi pus problema că însăşi amploarea ascensiunii putea indica faptul că aceasta dura de prea multă vreme. Declinul care a urmat de la maximul din 1968 la minimul din 1970 a fost de 36% în cazul indicelui compozit Standard & Poor's (şi de 37% în cazul DJIA), fiind cel mai mare după cel de 44% suferit în 1939-1942, care a reflectat pericolele şi incertitudinile apărute după atacul de la Pearl Harbor. În maniera dramatică atât de caracteristică Wall Street-ului, nivelul minim din mai 1970 a fost urmat de o masivă şi rapidă redresare a ambilor indici, precum şi de stabilirea unui noul nivel-record al indicelui acţiunilor industriale calculat de Standard & Poor's la începutul anului 1972. Ritmul anual de creştere a preţurilor între 1949 şi 1970 se ridică la circa 9% conform indicelui industrial (sau compozit) S & P, folosind mediile ambilor ani. Bineînţeles că acest ritm de creştere a fost cu mult superior oricărui ritm dinainte de 1950. (Dar, în ultimul deceniu, ritmul ascensiunii a fost mult mai mic – 5¼% pentru indicele compozit S & P şi numai 3%, cândva un procent obişnuit, pentru DJIA.)

Datele cu privire la evoluţia preţurilor ar trebui completate cu cifrele corespunzătoare privind profiturile şi dividendele, cu scopul de a obţine o imagine de ansamblu asupra celor întâmplate cu acţiunile noastre în cele zece decenii. Prezentăm un rezumat de acest fel în tabelul 3-2 (p. 74). Este bine ca cititorul să studieze cu atenţie toate aceste cifre, care pentru unii sperăm să fie interesante şi instructive.

Permiteţi-ne ca, în continuare, să le comentăm. Cifrele referitoare la un deceniu fac să dispară fluctuaţiile anuale şi lasă o impresie generală de creştere continuă. Doar două dintre ultimele nouă decenii prezintă o scădere a profiturilor şi preţurilor medii (1891-1900 şi 1931-1940) şi niciun deceniu de după 1900 nu prezintă o scădere a

---

* Studiul, în forma lui finală, a aparţinut lui Lawrence Fisher şi James H. Lorie şi s-a intitulat „Rates of Return on Investments in Common Stock: the Year-by-Year Record, 1926-1965", *The Journal of Business*, vol. XLI, nr. 3 (iulie 1968), pp. 291-316. Pentru o prezentare sumară a largii influenţe exercitate de acesta, a se vedea http://library.dfaus.com/reprints/work_of_art.

Scanned with OKEN Scanner

dividendelor medii. Însă ritmurile de creştere ale celor trei categorii sunt foarte variabile. În general, rezultatele obținute de la al Doilea Război Mondial au fost superioare celor din deceniile anterioare, dar creşterea din anii 1960 a fost mai puțin pronunțată decât cea din anii 1950. Investitorul de astăzi nu poate spune, pornind de la aceste date, la ce spor procentual se poate aştepta în următorii zece ani în ceea ce priveşte profiturile, dividendele şi prețurile, dar ele îi oferă încurajarea de care are nevoie pentru a practica în mod constant o politică bazată pe investiții în acțiuni ordinare.

Trebuie să arătăm însă un lucru pe care tabelul nostru nu-l evidențiază. Anul 1970 a fost marcat de o diminuare clară a profiturilor nete ale corporațiilor noastre. Raportul dintre profit şi capitalul investit a atins nivelul cel mai scăzut de la Războiul Mondial. La fel de frapant este faptul că un număr considerabil de companii a raportat pierderi nete în acel an; multe au ajuns să aibă „probleme financiare", iar pentru prima oară în trei decenii, au existat câteva cazuri importante de intrare în faliment. Aceste date, ca şi multe altele ne-au determinat să facem afirmația de mai înainte,* conform căreia marea ascensiune se poate să se fi încheiat în 1969-1970.

O caracteristică surprinzătoare a tabelului 3-2 o constituie variația raportului preț-profit de după al Doilea Război Mondial.† În iunie 1949, indicele compozit S & P era de numai 6,3 ori mai mare decât profitul aferent ultimelor 12 luni; în martie 1961, raportul era de 22,9 la 1. La fel, randamentul dividendului corespunzător indicelui S & P scăzuse de la peste 7% în 1949 la numai 3% în 1961, diferență accentuată de faptul că ratele dobânzilor la obligațiunile foarte bine cotate crescuse între timp de la 2,60% la 4,50%. Aceasta este cu siguranță cea mai remarcabilă schimbare de atitudine a publicului din toată istoria pieței bursiere.

---

* A se vedea pp. 53-55.

† „Raportul preț-profit" al unei acțiuni sau al unui indice de piață precum S & P 500 este un instrument simplu care permite aflarea temperaturii pieței. De exemplu, dacă, în ultimul an, profitul net pe acțiune al unei companii a fost de 1 $, iar acțiunile ei se vând cu 8,93 $ bucata, raportul preț-profit va fi de 8,93; dacă însă acțiunile se vând cu 69,70 $, atunci raportul preț-profit este de 69,7. În general, un raport preț-profit (sau PP) mai mic decât 10 este considerat scăzut, între 10 şi 20 este considerat moderat, iar mai mare decât 20 este considerat ridicat. (Pentru mai multe informații despre raporturile PP, a se vedea p. 176.)

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 3-2. O imagine a rezultatelor pieței bursiere din perioada 1871-1970[a]

Perioada	*Preț mediu*	*Profit mediu*	*Raport mediu PP*	*Media dividendelor*	*Randament mediu (%)*	*Profit mediu distribuit (%)*	*Ritm anual de creștere (%)*[b]	
							Profituri	Dividende
1871-1880	3,58	0,32	11,3	0,21	6,0	67	–	–
1881-1890	5,00	0,32	15,6	0,24	4,7	75	– 0,64	– 0,66
1891-1900	4,65	0,30	15,5	0,19	4,0	64	– 1,04	– 2,23
1901-1910	8,32	0,63	13,1	0,35	4,2	58	+ 6,91	+ 5,33
1911-1920	8,62	0,86	10,0	0,50	5,8	58	+ 3,85	+ 3,94
1921-1930	13,89	1,05	13,3	0,71	5,1	68	+ 2,84	+ 2,29
1931-1940	11,55	0,68	17,0	0,78	5,1	85	– 2,15	– 0,23
1941-1950	13,90	1,46	9,5	0,87	6,3	60	+10,60	+ 3,25
1951-1960	39,20	3,00	13,1	1,63	4,2	54	+ 6,74	+ 5,90
1961-1970	82,50	4,83	17,1	2,68	3,2	55	+ 5,80[c]	+ 5,40[c]
1954-1956	38,19	2,56	15,1	1,64	4,3	65	+ 2,40[d]	+ 7,80[d]
1961-1963	66,10	3,66	18,1	2,14	3,2	58	+ 5,15[d]	+ 4,42[d]
1968-1970	93,25	5,60	16,7	3,13	3,3	56	+ 6,30[d]	+ 5,60[d]

[a] Datele următoare se bazează în mare măsură pe cifrele care apar în articolul lui N. Molodovsky, „Stock Values and Stock Prices", *Financial Analysts Journal*, mai 1960. Acestea sunt preluate la rândul lor din registrul comisiei Cowles *Common Stock Indexes* pentru anii dinainte de 1926 și din valorile puse cap la cap ale indicelui compozit Standard & Poor's 500 pentru perioada de după 1926.

[b] Cifrele cu privire la ritmurile anuale de creștere sunt compilații ale lui Molodovsky care acoperă perioade de 21 de ani succesivi ce se încheie în 1890, 1900 etc.

[c] Ritmul de creștere corespunzător perioadei 1968-1970 comparativ cu cel corespunzător perioadei 1958-1960.

[d] Aceste cifre cu privire la ritmurile de creștere s-au obținut raportând valorile din 1954-1956 la cele din 1947-1949, cele din 1961-1963 la cele din 1954-1956 și cele din 1968-1970 la cele din 1958-1960.

Scanned with OKEN Scanner

Pentru oamenii cu experiență îndelungată și prudenți din fire, trecerea dintr-o extremă în alta a reprezentat un puternic semnal de alarmă privind posibila apariție a unor probleme în viitor. Ei nu se puteau să nu se gândească cu neliniște la piața în creștere din 1926-1929 și la urmările tragice ale acelei perioade. Temerile lor n-au fost însă confirmate de desfășurarea evenimentelor. Este adevărat că prețul de închidere al DJIA în 1970 a fost același cu prețul înregistrat în urmă cu 6 ani și jumătate și că „avântații ani '60", atât de mult trâmbițați, s-au dovedit a fi un marș spre o serie de suișuri și coborâșuri succesive. Nu s-a întâmplat însă nimic nici cu firmele, nici cu prețul acțiunilor care să se poată compara cu scăderea pieței și depresiunea economică din 1929-1933.

Nivelul pieței bursiere la începutul anului 1972

Având înaintea privirilor tabloul sinoptic al evoluției acțiunilor, prețurilor, profiturilor și dividendelor pe parcursul unui secol, dați-ne voie să încercăm să tragem unele concluzii despre nivelul de 900 înregistrat de DJIA și cel de 100 înregistrat de indicele compozit S & P în ianuarie 1972.

În fiecare dintre edițiile anterioare ale cărții noastre, am discutat despre nivelul atins de piața bursieră în acel moment și ne-am străduit să răspundem la întrebarea dacă acesta era prea mare pentru cumpărătorul prudent. Cititorul poate considera util să revadă concluziile la care am ajuns în acele momente. Nu este pur și simplu un exercițiu de autopedepsire. Aceasta îi va oferi un fel de țesut de legătură care va uni diversele etape ale evoluției pieței bursiere din ultimii 20 de ani, precum și o imagine desprinsă din realitate a dificultăților de care se lovește oricine încearcă să-și formeze o judecată avizată și critică referitoare la nivelurile actuale ale pieței. Permiteți-ne ca mai întâi să reproducem rezumatul analizelor din 1948, 1953 și 1959 pe care l-am prezentat în ediția din 1965:

> În 1948 am aplicat standarde moderate nivelului de 180 înregistrat de Dow Jones și nu ne-a fost greu să ajungem la concluzia că „nu era prea mare în raport cu valorile de bază". Când am abordat această problemă în 1953, nivelul mediu al pieței din acel an ajunsese la 275 – o creștere de peste 50% în cinci ani. Ne-am pus aceeași întrebare – și

Scanned with OKEN Scanner

anume „dacă, după opinia noastră, nivelul de 275 al indicelui Dow Jones Industrial era sau nu era prea mare pentru o investiție viabilă". Având în vedere creșterea spectaculoasă produsă ulterior, poate părea ciudat că trebuie să spunem că nu ne-a fost deloc ușor să ajungem la o concluzie definitivă în ceea ce privește atractivitatea nivelului din 1953. Am spus într-adevăr destul de clar că, „așa cum arată valorile – principala noastră călăuză în privința investițiilor – concluzia cu privire la prețul acțiunilor din 1953 trebuie să fie una favorabilă". Ne îngrijora însă faptul că, în 1953, indicii înregistraseră creșteri o perioadă mai lungă decât în majoritatea cazurilor de ascensiune a pieței din trecut și că nivelul absolut al acesteia era unul record. Ținând seama de acești factori în evaluarea noastră favorabilă, am recomandat o politică prudentă sau de compromis. S-a văzut că n-a fost un sfat foarte strălucit. Un bun profet ar fi prevăzut că nivelul pieței trebuia să mai crească cu 100% în următorii cinci ani. Poate ar trebui să adăugăm, spre a ne apăra, că foarte puțini dintre cei care se ocupă cu prognoza pieței bursiere – care nu este treaba noastră – au avut idei mai bune decât cele pe care le-am avut noi despre ceea ce avea să se întâmple.

La începutul lui 1959, am găsit DJIA la un nivel mai mare ca oricând, de 584. Analiza noastră amănunțită, realizată din toate punctele de vedere, poate fi rezumată în următorul paragraf (de la p. 59 a ediției din 1959): „Pe ansamblu, ne simțim obligați să exprimăm concluzia că nivelul prezent al prețului acțiunilor este deja mult prea mare. Însă chiar dacă lucrurile nu stau astfel, inerția pieței îl împinge în mod inevitabil la înălțimi nejustificate. Sincer vorbind, nu ne putem închipui o piață a viitorului pe care nu vor exista niciodată pierderi serioase și pe care orice debutant va obține în mod sigur un profit substanțial din acțiunile cumpărate."

Precauția exprimată în 1959 a fost oarecum justificată într-o măsură mai mare de ceea ce a urmat decât atitudinea adoptată de noi în 1954. Totuși a fost departe de a fi pe deplin îndreptățită. DJIA a crescut la 685 în 1961; apoi, în același an, a scăzut puțin sub nivelul nostru de 584 (la 566); a crescut din nou la 735 la sfârșitul lui 1961; după care a scăzut îngrijorător la 536 în mai 1962, înregistrând o pierdere de 27% în numai șase luni. În același timp, s-a produs o scădere mult mai puternică a celor mai cunoscute „acțiuni ale firmelor în ascensiune" – evidențiată de declinul șocant al liderului indiscutabil, International Business Machines, de la un maximum de 607 în decembrie 1961 la un minimum de 300 în iunie 1962.

Scanned with OKEN Scanner

În această perioadă am asistat la prăbușirea totală a multor acțiuni ordinare nou-lansate pe piață ale unor întreprinderi mici – așa-numitele acțiuni cu mare succes la public – care fuseseră oferite la prețuri exagerat de mari și care apoi crescuseră și mai mult din cauza inutilelor speculații, atingând niveluri de-a dreptul demențiale. Multe dintre acestea au pierdut cel puțin 90% din cotație în numai câteva luni.

Colapsul înregistrat în prima jumătate a anului 1962 a fost deranjant, dacă nu dezastruos, pentru mulți speculatori autodeclarați și pentru multe persoane mai imprudente autointitulate „investitori". Însă schimbarea produsă ulterior în acel an a fost la fel de neașteptată pentru comunitatea financiară. Indicii bursieri și-au reluat cursul ascendent, rezultând următoarea secvență:

	DJIA	*Indicele compozit Standard & Poor's 500*
Decembrie 1961	735	72,64
Iunie 1962	536	52,32
Noiembrie 1964	892	86,28

Redresarea și noua ascensiune a prețului acțiunilor ordinare au fost într-adevăr remarcabile și au determinat o revizuire corespunzătoare a atitudinii celor de pe Wall Street. La nivelul minim din iunie 1962, se pare că previziunile fuseseră predominant pesimiste, iar după redresarea parțială de la sfârșitul acelui an, ele erau amestecate, înclinând spre scepticism. La începutul lui 1964 însă, optimismul firesc al firmelor de brokeraj era din nou evident; aproape toate prognozele erau încrezătoare și au continuat să fie astfel în toată perioada de creștere din 1964.

Apoi am trecut la evaluarea nivelurilor pieței bursiere din noiembrie 1964 (892 în cazul DJIA). După ce am analizat problema în deplină cunoștință de cauză din numeroase unghiuri, am ajuns la trei concluzii principale. Prima a fost aceea că „standardele vechi (de evaluare) par a fi inaplicabile; standardele noi nu au fost supuse încă probei timpului". Cea de-a doua a fost aceea că investitorul „trebuie să-și întemeieze politica pe existența unor incertitudini majore. Posibilitățile cuprind extremele, pe de o parte, ale unei creșteri prelungite și mai susținute a nivelului pieței – să zicem, cu 50%, sau la 1350 în cazul DJIA – iar, pe de altă parte, ale unei prăbușiri în mare măsură neprevăzute de aceeași amplitudine, care ar aduce indicele în

Scanned with OKEN Scanner

vecinătatea valorii de, să zicem, 450" (p. 63). Cea de-a treia era exprimată în termeni mult mai concreți. Spuneam noi: „La drept vorbind, dacă nivelul prețurilor din 1964 nu este prea mare, cum am putea să stabilim că un nivel *oarecare* al prețurilor este prea mare?" Iar capitolul se încheia astfel:

CE CALE TREBUIE URMATĂ

Investitorii n-ar trebui să tragă concluzia că nivelul pieței din 1964 este periculos doar pentru că au citit asta în cartea noastră. Trebuie să cântărească raționamentul nostru cu raționamentul contrar pe care-l vor auzi de la cele mai competente şi mai experimentate persoane de pe Wall Street. În final, fiecare trebuie să ia singur o decizie şi să-şi asume răspunderea în consecință. Îi recomandăm însă investitorului ca, dacă are dubii cu privire la calea pe care trebuie s-o urmeze, s-o aleagă pe cea a precauției. Principiile care stau la baza activității de investiții, aşa cum au fost ele formulate aici, recomandă următoarea politică în condițiile din 1964, în ordinea urgenței:

1. Nu faceți împrumuturi pentru a cumpăra sau a deține titluri de valoare.
2. Nu măriți proporția fondurilor plasate în acțiuni ordinare.
3. Reduceți numărul acțiunilor ordinare deținute, dacă este necesar, pentru a diminua ponderea acestora la cel mult 50% din portofoliul total. Impozitul pe câştigurile din operațiunile de capital trebuie plătit cu cât mai multă bunăvoință, iar profitul obținut trebuie investit în obligațiuni de cea mai bună calitate sau păstrat într-un cont de economii.

Investitorii care, de ceva vreme, aplică o strategie a plasamentelor constante în adevăratul sens al cuvântului pot, în mod logic, fie să-şi continue achizițiile periodice, fie să le suspende până consideră că nivelul pieței nu mai este periculos. Recomandăm cu tărie să nu se inițieze un nou plan de plasamente constante la nivelurile de la sfârşitul anului 1964, deoarece mulți investitori nu ar avea vigoarea necesară aplicării unei asemenea strategii dacă rezultatele obținute curând după inițiere ar părea extrem de nefavorabile.

De data aceasta, putem spune că precauția noastră a fost îndreptățită. DJIA a crescut cu încă aproximativ 11%, la 995, dar după aceea

Scanned with OKEN Scanner

a scăzut intermitent până la o valoare minimă de 632 în 1970, încheind anul la 839. Aceeași prăbușire a înregistrat-o prețul „acțiunilor foarte căutate" – adică scăderi de până la 90% – cum s-a întâmplat în perioada 1961-1962. Și, așa cum am arătat în introducere, întregul tablou financiar pare a se fi schimbat în direcția scăderii entuziasmului și a creșterii îndoielilor. Un singur fapt poate rezuma întreaga poveste: DJIA a încheiat anul 1970 la un nivel mai mic decât cel din urmă cu șase ani – a fost prima oară după 1944 când s-a întâmplat acest lucru.

Acestea au fost demersurile noastre menite să evalueze nivelurile anterioare ale pieței bursiere. Avem ceva de învățat, noi și cititorii noștri, din ele? Am considerat că nivelul pieței a fost favorabil investițiilor în 1948 și 1953 (dar am fost prea precauți în cel din urmă an), „periculos" în 1959 (la o valoare a DJIA de 584) și „prea mare" (la 892) în 1964. Toate aceste aprecieri ar putea fi justificate chiar și astăzi făcând apel la argumente bine alese. Avem însă îndoieli că ele au fost la fel de utile ca sfaturile pe care le dăm zi de zi – în favoarea aplicării unei politici de investiții constante și controlate în acțiuni ordinare, pe de o parte, și a descurajării tentativelor de a „bate piața" sau de a „miza pe învingători", pe de altă parte.

Cu toate acestea, credem că cititorii noștri se pot folosi de pe urma unei reconsiderări a nivelului pieței bursiere – de această dată, de la sfârșitul anului 1971 – chiar dacă ceea ce vom spune se va dovedi a fi mai degrabă interesant decât util din punct de vedere practic sau a avea mai degrabă un caracter indicativ decât unul conclusiv. Aproape de începutul „Eticii" lui Aristotel există un pasaj frumos care sună astfel: „Omul instruit caută doar gradul de precizie indicat de natura subiectului; căci a pretinde unui matematician argumente persuasive ar fi ca și când ai pretinde demonstrații abstracte unui orator."* Munca unui analist financiar se situează undeva la mijloc, între cea a matematicianului și cea a oratorului.

---

* Aristotel, „Etica nicomahică", traducere, studiu introductiv, comentarii și index de Stella Petecel, Editura Științifică și Enciclopedică, București, 1988, p. 8. (N. tr.)

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 3-3. Date din diverşi ani cu privire la indicele compozit Standard & Poor's

Anul[a]	*1948*	*1953*	*1958*	*1963*	*1968*	*1971*
Preţul de închidere	15,20	24,81	55,21	75,02	103,9	100[d]
Creştere în anul curent	2,24	2,51	2,89	4,02	5,76	5,23
Profit mediu în ultimii 3 ani	1,65	2,44	2,22	3,63	5,37	5,53
Dividend în anul curent	0,93	1,48	1,75	2,28	2,99	3,10
Dobândă obligaţiuni foarte bine cotate[b] (%)	2,77	3,08	4,12	4,36	6,51	7,57
Indicele preţurilor cu ridicata	87,9	92,7	100,4	105,0	108,7	114,3
Rapoarte:						
Preţ-profit din ultimul an	6,3	9,9	18,4	18,6	18,0	19,2
Preţ-profit din ultimii 3 ani	9,2	10,2	17,6	20,7	19,5	18,1
„Randamentul profiturilor" pe ultimii 3 ani[c] (%)	10,9	9,8	5,8	4,8	5,15	5,53
Randamentul dividendelor (%)	5,6	5,5	3,3	3,04	2,87	3,11
Randamentul profiturilor acţiunilor-randamentul obligaţiunilor	3,96	3,20	1,41	1,10	0,80	0,72
Randamentul dividendelor-randamentul obligaţiunilor	2,1	1,8	0,80	0,70	0,44	0,41
Profit-valoare contabilă (%)[e]	11,2	11,8	12,8	10,5	11,5	11,5

[a] Anii calendaristici din perioada 1948-1968, plus anul încheiat în iunie 1971.
[b] Randamentul la obligaţiunile cotate AAA de S & P.
[c] „Randamentul profiturilor" înseamnă profitul împărţit la preţ, în %.
[d] Preţul din oct. 1971, echivalent cu 900 în cazul DJIA.
[e] Cifre medii pe trei ani.

Scanned with OKEN Scanner

În diverse momente ale anului 1971, indicele Dow Jones a avut valoarea de 892 înregistrată în noiembrie 1964, pe care am luat-o în considerare în ediția noastră anterioară. În prezentul studiu statistic însă, am hotărât să folosim nivelul prețurilor și datele conexe indicelui compozit Standard & Poor's (sau S & P 500), datorită faptului că acesta este mai cuprinzător și mai reprezentativ pentru piața în ansamblu decât DJIA, format din 30 de acțiuni. Ne vom concentra asupra unei comparații a valorilor înregistrate de indicatorul respectiv în preajma datelor de apariție a edițiilor anterioare ale acestei cărți – și anume sfârșitul anilor 1948, 1953, 1958 și 1963 – plus anul 1968; pentru nivelul curent al prețurilor vom lua valoarea convenabilă de 100, înregistrată în diferite momente în 1971 și la începutul lui 1972. Datele esențiale sunt prezentate în tabelul 3-3. În ceea ce privește profiturile, vom prezenta atât cifrele din anul anterior, cât și media a trei ani calendaristici; în privința dividendelor, vom folosi cifrele din ultimele 12 luni; iar cu privire la dobânda obligațiunilor și prețurile cu ridicata din 1971, vom folosi valorile din august 1971.

Raportul preț-profit pe trei ani pentru întreaga piață a fost mai mic în octombrie 1971 decât la sfârșitul anilor 1963 și 1968. A fost cam același cu cel din 1958, dar mult mai mare decât în primii ani ai îndelungatei perioade de ascensiune a pieței. Acest important indicator, interpretat singur, nu putea să indice că piața avea un nivel deosebit de ridicat în ianuarie 1972. Dar dacă ținem seama și de randamentul dobânzilor la obligațiunile foarte bine cotate, implicațiile devin mult mai puțin favorabile. Cititorul va observa din tabelul nostru că raportul dintre randamentul acțiunilor (profit supra preț) și randamentul obligațiunilor s-a deteriorat în toată această perioadă, așa încât, după acest criteriu, cifra din ianuarie 1972 era mai puțin favorabilă acțiunilor decât în oricare dintre anii studiați. Când comparăm randamentul dividendelor cu randamentul obligațiunilor, observăm că relația dintre ele s-a inversat între 1948 și 1972. În primul an, acțiunile aveau un randament de două ori mai mare decât cel al obligațiunilor; acum, obligațiunile au un randament de cel puțin două ori mai mare decât cel al acțiunilor.

În final, apreciem că inversarea raportului dintre randamentul obligațiunilor și randamentul acțiunilor compensează pe deplin raportul mai bun dintre preț și profit de la sfârșitul anului 1971, calculat pe baza profitului din ultimii trei ani. De aceea, părerea noastră cu privire

Scanned with OKEN Scanner

la nivelul pieței de la începutul lui 1972 tinde să fie aceeași cu cea de acum șapte ani – adică piața nu este atractivă din punctul de vedere al investitorului prudent. (Această concluzie s-ar trage și dacă s-ar lua în calcul majoritatea valorilor înregistrate de DJIA în 1971, cuprinse între 800 și 950.)

Dacă ne raportăm la oscilațiile istorice ale pieței, tabloul din 1971 pare în continuare unul al revenirii confuze după reculul puternic suferit în 1969-1970. În trecut, aceste reveniri au declanșat o nouă etapă de ascensiune periodică și persistentă a pieței care a început în 1949. (La așa ceva se așteptau în general cei de pe Wall Street în 1971.) După groaznica experiență trăită de cumpărătorii publici de acțiuni ordinare slab cotate, nou-emise în perioada 1968-1970, este prea devreme (în 1971) pentru încă o tură în caruselul noilor emisiuni. Iată de ce lipsește acum acel semn sigur privind existența unui pericol iminent pe piață, cum a fost nivelul de 892 al DJIA din noiembrie 1964, avut în vedere în ediția anterioară a cărții noastre. Așadar, din punct de vedere tehnic, situația pare să fie favorabilă unei noi creșteri substanțiale peste nivelul DJIA de 900 înaintea producerii următorului recul serios sau următoarei prăbușiri. Nu putem lăsa însă problema în acel punct, așa cum poate că ar trebui s-o facem. Pentru noi, indiferența pieței de la începutul lui 1971 față de experiențele cumplite trăite cu mai puțin de un an în urmă este un semn neliniștitor. Poate trece nepedepsită o asemenea nepăsare? Noi credem că investitorul trebuie să fie pregătit pentru vremurile grele care vor veni – poate sub forma unei reluări destul de rapide a declinului din 1969-1970, poate sub forma unei alte ascensiuni a pieței, urmate de o prăbușire și mai catastrofală.[3]

Ce cale să urmăm

Întoarceți-vă la ceea ce am spus în ultima ediție, respectiv la fragmentul reprodus la p. 78. Aceasta este părerea noastră la același nivel al prețurilor – 900 – corespunzător DJIA de la începutul lui 1972 și celui de la sfârșitul lui 1964.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 3

„Trebuie să fii atent dacă nu ştii încotro te îndrepți, căci s-ar putea să nu ajungi acolo."

Yogi Berra

INEPȚII DESPRE PIAȚA ÎN CREŞTERE

În acest capitol, Graham face dovada calităților sale de profet. El ştie ce se va întâmpla peste doi ani, anticipând declinul „catastrofal" pe care-l va cunoaşte piața în 1973-1974, perioadă în care acțiunile din SUA au pierdut 37% din valoare.[1] De asemenea, ştie ce se va întâmpla peste mai mult de douăzeci de ani, lipsind de conținut raționamentul marilor specialişti şi autori de best-seller-uri care nici măcar nu se întrezăreau în timpul vieții sale.

Ideea centrală a argumentației lui Graham constă în faptul că investitorul inteligent nu trebuie să facă niciodată prognoze doar extrapolând trecutul. Din nefericire, aceasta este exact greşeala pe care au făcut-o, rând pe rând, experții în anii 1990. Un val de lucrări foarte optimiste a urmat cărții profesorului de finanțe de la Wharton, Jeremy Siegel, intitulate „Acțiuni de cursă lungă" (*Stocks for the Long Run*, 1994) – culminând, într-un delirant crescendo, cu *Dow 36,000* a lui James Glassman şi Kevin Hassett, *Dow 40,000* a lui David Elias şi *Dow 100,000* a lui Charles Kadlec (toate publicate în 1999). Specialiştii în prognoză susțineau că acțiunile aduseseră un câştig mediu anual de 7% după deducerea inflației chiar din 1802. Prin urmare, concluzionau eu, iată la ce trebuie să se aştepte investitorii în viitor.

Unii investitori optimişti au mers şi mai departe. Deoarece acțiunile au fost „întotdeauna" superioare obligațiunilor în orice interval de timp de cel puțin 30 de ani, ele trebuie să fie mai puțin riscante decât obligațiunile sau chiar decât depunerile de la bancă. Dacă poți să elimini orice risc păstrând pur şi simplu acțiunile o perioadă suficient de lungă, atunci de ce să-ți mai pui în primul rând problema prețului pe

[1] Dacă nu se iau în calcul dividendele, acțiunile au scăzut cu 47,8% în cei doi ani.

Scanned with OKEN Scanner

care-l plăteşti pentru ele? (Pentru a afla de ce, a se vedea caseta de la p. 85-86.)

În 1999 şi la începutul lui 2000, peste tot auzeai numai inepţii despre piaţa în creştere:

- Pe 7 decembrie 1999, Kevin Landis, manager de portofoliu al fondurilor mutuale Firsthand, a apărut la emisiunea *Moneyline* de la CNN. Întrebat dacă acţiunile companiilor de telecomunicaţii fără fir erau supraevaluate – multe având un preţ de tranzacţionare de câteva ori mai mare decât profitul adus – Landis a răspuns cu promptitudine. „Nu este o manie", replică el. „Uitaţi-vă la creşterea totală, la valoarea absolută a creşterii. Este mare."
- Pe 18 ianuarie 2000, Robert Froelich, responsabil cu elaborarea strategiei de investiţii la Kemper Funds, a declarat în *Wall Street Journal*: „Este o nouă ordine mondială. Vedem oameni dispensându-se de acţiuni ale unor companii foarte bune, cu oameni foarte buni şi cu o viziune foarte bună pentru că preţul lor este prea mare – este cea mai gravă greşeală pe care o poate face un investitor."
- În numărul din 10 aprilie 2000 al *BusinessWeek*, Jeffrey M. Applegate, pe atunci responsabil cu elaborarea strategiei de investiţii la Lehman Brothers, se întreba retoric: „Este piaţa bursieră mai riscantă în prezent decât în urmă cu doi ani doar pentru că preţurile sunt mai mari? Răspunsul este «nu»."

Răspunsul este însă «da». Întotdeauna a fost astfel. Întotdeauna va fi astfel.

Iar când a pus întrebarea „poate trece nepedepsită o asemenea nepăsare?", Graham ştia că răspunsul nu poate fi decât unul negativ. Asemenea unui zeu grec înfuriat, piaţa bursieră i-a zdrobit pe toţi cei care ajunseseră să creadă că randamentele mari de la sfârşitul anilor 1990 erau un fel de drept divin. Priviţi numai unde au dus previziunile lui Landis, Froelich şi Applegate:

- Între 2000 şi 2002, cele mai stabile dintre acţiunile preferate de Landis din domeniul telecomunicaţiilor fără fir, aparţinând Nokia, au pierdut „numai" 67% – pe când cele mai slabe, aparţinând Winstar Communications, au pierdut 99,9%.
- Acţiunile preferate de Froelich – Cisco Systems şi Motorola – au scăzut cu peste 70% până la sfârşitul lui 2002. Investitorii

Scanned with OKEN Scanner

au pierdut peste 400 de miliarde $ doar în cazul Cisco – mai mult decât produsul global anual realizat de Hong Kong, Israel, Kuweit şi Singapore la un loc.

- În aprilie 2000, când Applegate a pus respectiva întrebare retorică, indicele Dow Jones Industrials avea valoarea de 11.187; indicele compozit NASDAQ avea valoarea de 4.446. La sfârşitul anului 2002, Dow oscila în jurul valorii de 8.300, în vreme ce indicele NASDAQ scăzuse la circa 1.300 – anulând toate câştigurile obţinute în precedenţii şase ani.

SUPRAVIEŢUIREA CELUI MAI PROSPER

Argumentul potrivit căruia acţiunile au fost „întotdeauna" superioare obligaţiunilor pe termen lung avea o lacună fatală: nu există date sigure anterioare anului 1871. Indicii folosiţi pentru a calcula randamentul pieţei bursiere din perioada de început a acesteia cuprind numai şapte (da, 7!) acţiuni.[1] În 1800 însă, existau vreo 300 de companii în America (multe ocupându-se cu echivalentele jeffersoniene ale Internetului: administrarea contra cost a căilor de acces pavate cu lemn şi a canalelor). Majoritatea au dat faliment, iar investitorii lor şi-au pierdut hainele de pe ei.

Însă indicii bursieri ignoră toate companiile care au dat faliment în acei ani, o problemă cunoscută din punct de vedere tehnic sub denumirea de „înclinaţie spre supravieţuire". Astfel, aceşti indici exagerează în foarte mare măsură rezultatele obţinute de investitorii efectivi – cărora le-a lipsit intuiţia perfectă care i-ar fi ajutat să ştie exact ce şapte acţiuni să cumpere. Doar câteva companii, inclusiv Bank of New York şi J.P. Morgan Chase, au prosperat în permanenţă din anii 1790. Însă pentru fiecare asemenea companie care a supravieţuit ca prin minune, au existat mii de dezastre financiare, cum ar fi Dismal Swamp Canal Co., Pennsylvania Cultivation of Vines Co. şi Snicker's Gap Turnpike Co. – toate ignorate de indicii bursieri „istorici".

Datele lui Jeremy Siegel arată că, după deducerea inflaţiei, între 1802 şi 1870, acţiunile au produs un câştig de 7% pe an, obligaţiunile, de 3,8%, iar banii depuşi în bănci, de 5,1%. Elroy Dimson şi colegii lui de la London Business School estimează însă că randamentele acţiunilor dinainte de 1871 sunt exagerate cu cel puţin două puncte procentuale pe an.[2] Aşadar, în realitate, acţiunile nu au fost superioare depozitelor bancare şi obligaţiunilor – poate

Scanned with OKEN Scanner

chiar au dat rezultate ceva mai slabe. Oricine susține că datele pe termen lung „dovedesc" că acțiunile dau cu certitudine rezultate mai bune decât obligațiunile sau depozitele bancare este un ignorant.

[1] În anii 1840, aceşti indici ajunseseră să includă maximum şapte acțiuni financiare şi 27 de acțiuni feroviare – ceea ce constituia încă o parte cu totul nereprezentativă a exuberantei şi tinerei piețe bursiere americane.

[2] A se vedea Jason Zweig, „New Cause for Caution on Stocks", *Time*, 6 mai 2002, p. 71. După cum remarcă Graham la p. 68, chiar şi indicii bursieri dintre 1871 şi anii 1920 prezintă o înclinație spre supraviețuire, mulțumită sutelor de companii constructoare de automobile, avioane şi radiouri care au dispărut fără urmă. Aceste randamente sunt probabil exagerate şi ele cu unu-două puncte procentuale.

CU CÂT AJUNG MAI SUS, CU ATÂT CĂDEREA ESTE MAI MARE

Ca antidot durabil contra unei asemenea inepții referitoare la piața în creştere, Graham îl îndeamnă pe investitorul inteligent să-şi pună câteva întrebări simple, marcate de scepticism. De ce randamentele viitoare ale acțiunilor trebuie să fie întotdeauna egale cu randamentele din trecut? Când fiecare investitor va ajunge să creadă că acțiunile aduc în mod garantat profit pe termen lung, acestea nu vor fi supra-estimate în foarte mare măsură? Iar din clipa în care se va întâmpla acest lucru, cum vor mai putea exista randamente mari în viitor?

Ca întotdeauna, răspunsurile lui Graham se bazează pe logică şi simț practic. Valoarea unei investiții depinde – şi trebuie mereu să depindă – de prețul pe care-l plăteşti. La sfârşitul anilor 1990, inflația era în scădere, profiturile firmelor păreau a creşte vertiginos, iar majoritatea oamenilor erau liniştiți. Aceasta nu însemna însă – şi nici n-ar putea însemna vreodată – că merita să cumperi acțiuni *la orice preț*. Cum profiturile pe care le pot genera companiile sunt finite, prețul pe care investitorii ar fi dispuşi să-l plătească pentru acțiunile lor trebuie să fie şi ele finite.

Problema poate fi privită în felul următor: Michael Jordan a fost, se pare, cel mai mare baschetbalist al tuturor timpurilor, atrăgând în sala din Chicago admiratori asemenea unui uriaş electromagnet. Cei de la Chicago Bulls au făcut o afacere bună plătindu-i lui Jordan 34 de milioane $ pe an ca să bată o minge mare din piele pe un teren cu parchet. Aceasta nu înseamnă însă că ar fi fost justificat ca ei să-i plătească 340 de milioane, 3,4 miliarde sau 34 de miliarde $ pe sezon.

Scanned with OKEN Scanner

LIMITELE OPTIMISMULUI

Graham ne avertizează că, concentrându-ne asupra randamentelor înregistrate în ultima vreme, când ele au fost promițătoare, vom ajunge la „concluzia cu totul ilogică şi periculoasă că ne-am putea aştepta la rezultate la fel de frumoase din partea acțiunilor ordinare în viitor". Între 1995 şi 1999, când piața a crescut cu cel puțin 20% pe an – o ascensiune fără precedent în istoria Americii – cei care au investit în acțiuni au devenit şi mai optimişti:

- La mijlocul anului 1998, investitorii chestionați de Gallup Organization în numele firmei de brokeraj PaineWebber se aşteptau ca portofoliile lor să le aducă un câştig mediu de circa 13% în anul următor. La începutul lui 2000, randamentul mediu aşteptat de aceştia crescuse la peste 18%.
- „Profesioniştii sofisticați" erau la fel de optimişti, aşteptările lor cu privire la randamentele viitoare crescând. În 2001, de pildă, SBC Communications a mărit randamentul prognozat al planului propriu de pensii de la 8,5% la 9,5%. Până în 2002, randamentul mediu prezumat al planurilor de pensii ale companiilor care alcătuiesc indicele bursier Standard & Poor's 500 ajunsese la un nivel-record de 9,2%.

O scurtă privire asupra a ceea ce s-a întâmplat ulterior arată consecințele oribile ale entuziasmului exagerat:

- Gallup a constatat în 2001 şi 2002 că randamentul mediu prezumat al acțiunilor a scăzut la 7% – chiar dacă investitorii puteau cumpăra acum la prețuri cu aproape 50% mai mici decât în 2000.[2]
- Acele aşteptări prea optimiste cu privire la randamentele planurilor de pensii vor costa companiile care formează indicele S & P 500 cel puțin 32 de miliarde $ între 2002 şi 2004, potrivit unor estimări recente ale celor de pe Wall Street.

Chiar dacă toți investitorii ar şti că trebuie să cumpere când prețurile sunt mici şi să vândă când prețurile sunt mari, în practică ei ajung de multe ori să se comporte invers. Avertismentul formulat de Graham în acest capitol este simplu: „Conform regulii contrariilor", cu cât investitorii sunt mai entuziasmați de evoluția pieței bursiere pe

[2] Faptul că prețul acțiunilor a scăzut nu înseamnă desigur că randamentul prezumat al acțiunilor de 7% se va realiza.

Scanned with OKEN Scanner

termen lung, cu atât sunt şanse mai mari ca ei să se înşele pe termen scurt. Pe 24 martie 2000, valoarea totală a pieței bursiere din SUA a ajuns la 14.750 de miliarde $. Pe 9 octombrie 2002, adică după numai 30 de luni, piața bursieră din SUA valora în total 7.340 de miliarde $, sau cu 50,2% mai puțin – o pierdere de 7.410 miliarde $. Între timp, mulți experți în burse au devenit foarte pesimişti, prevăzând randamente constante sau chiar negative ale pieței pentru anii – şi chiar deceniile – care vor veni.

În acest moment, Graham ar pune o întrebare simplă: având în vedere cât de mult s-au înşelat „experții" când s-au pus ultima oară de acord asupra unui lucru, de ce ar trebui ca investitorul inteligent să-i creadă acum?

CE URMEAZĂ?

Eu vă propun în schimb să eliminăm zgomotul şi să ne gândim la randamentele viitoare aşa cum ar fi făcut-o, poate, Graham. Rezultatele pieței bursiere depind de trei factori:

- creşterea reală (mărirea profiturilor şi dividendelor companiilor);
- creşterea inflaționistă (creşterea generală a prețurilor din economie);
- creşterea speculativă – sau declinul speculativ (orice mărire sau diminuare a apetitului publicului investitor pentru acțiuni).

Pe termen lung, creşterea anuală a profitului pe acțiune al companiilor a fost în medie de 1,5-2% (fără a lua în calcul inflația).[3] La începutul lui 2003, inflația era de circa 2,4% anual; randamentul dividendului la acțiuni era de 1,9%. Deci

1,5-2%	+
2,4%	+
1,9%	
5,8-6,3%	

Pe termen lung, aceasta înseamnă că este rezonabil să vă aşteptați ca acțiunile să dea un randament mediu de circa 6% (sau 4% după deducerea inflației). Dacă publicul investitor se lăcomeşte din nou, iar acțiunile revin în centrul atenției, atunci febra speculativă va duce temporar la creşterea randamentelor. Dacă însă investitorii se tem foarte mult, cum s-a întâmplat în anii 1930 şi în anii 1970, randamentul acțiunilor va scădea temporar. (Aceasta este situația din 2003.)

[3] A se vedea Jeremy Siegel, *Stocks for the Long Run* (McGraw-Hill, 2002), p. 94, şi Robert Arnott, William Bernstein, „The Two Percent Dilution", document de lucru, iulie 2002.

Scanned with OKEN Scanner

Robert Shiller, profesor de finanţe la Universitatea Yale, spune că metoda lui de evaluare se inspiră din ideile lui Graham: Shiller compară nivelul curent al indicelui Standard & Poor's 500 cu profitul mediu al companiilor din ultimii zece ani (după scăderea inflaţiei). Analizând datele obţinute, Shiller a demonstrat că, atunci când acest raport depăşeşte cu mult valoarea 20, piaţa dă de obicei randamente slabe după aceea; când scade cu mult sub 10, acţiunile aduc de regulă câştiguri frumoase în perioada ulterioară. La începutul lui 2003, după calculele lui Shiller, acţiunile aveau un preţ de circa 22,8 mai mare decât profitul mediu ajustat la inflaţie din ultimul deceniu – încadrându-se încă în zona de pericol, dar fiind cu mult mai mic decât nivelul demenţial de 44,2 ori din decembrie 1999.

Ce s-a întâmplat cu piaţa în trecut atunci când preţurile au atins niveluri asemănătoare celor de astăzi? În figura 3-1 prezentăm perioadele anterioare în care acţiunile au atins niveluri la fel de înalte şi felul în care s-au comportat în perioadele de zece ani care au urmat:

FIGURA 3-1

Anul	Raportul preţ-profit net	Randament total în următorii 10 ani
1898	21,4	9,2
1900	20,7	7,1
1901	21,7	5,9
1905	19,6	5,0
1929	22,0	–0,1
1936	21,1	4,4
1955	18,9	11,1
1959	18,6	7,8
1961	22,0	7,1
1962	18,6	9,9
1963	21,0	6,0
1964	22,8	1,2
1965	23,7	3,3
1966	19,7	6,6
1967	21,8	3,6
1968	22,3	3,2
1972	18,6	6,7
1992	20,4	9,3
Medii	**20,8**	**6,0**

Surse: http://aida.econ.yale.edu/~shiller/data/ie_data.htm; Jack Wilson, Charles Jones, „An Analysis of the S & P 500 Index and Cowles' Extensions: Price Index and Stock Returns, 1870-1999", *The Journal of Business*, vol. 75, nr. 3, iulie 2002, pp. 527-529; Ibbotson Associates.

Note: raportul preţ-profit net este calculat de Shiller (media pe 10 ani a profiturilor reale obţinute de companiile care formează indicele S & P 500 împărţită la valoarea indicelui la 31 decembrie). Randamentul total este media nominală anuală.

Scanned with OKEN Scanner

Deci, la valori similare celor de la începutul lui 2003, piața bursieră a avut uneori rezultate foarte bune în următorii zece ani, iar uneori rezultate slabe, în restul timpului descurcându-se aşa şi aşa. Cred că Graham, mereu prudent, ar fi împărțit diferența dintre randamentele minime şi cele maxime din trecut şi ar fi folosit rezultatul ca previziune pentru deceniul următor, rezultând un randament al acțiunilor de circa 6% anual sau 4% după deducerea inflației. (Este interesant că previziunea corespunde estimării făcute de noi mai înainte, când am adunat creşterea reală, cea inflaționistă şi cea speculativă.) Comparativ cu anii 1990, 6% este un fleac. Dar este ceva mai bine decât randamentele pe care le vor produce probabil obligațiunile – şi un motiv suficient pentru ca majoritatea investitorilor să se bazeze pe acțiuni ca o componentă a unui portofoliu diversificat.

Abordarea lui Graham ne mai oferă o lecție. Singurul lucru de care puteți fi siguri atunci când prognozați randamentele viitoare ale acțiunilor este acela că, probabil, vă veți înşela. Singurul lucru indiscutabil pe care-l învățăm de la trecut este acela că viitorul ne va surprinde întotdeauna – dar absolut întotdeauna! Iar corolarul acestei legi a istoriei financiare este acela că piețele le va surprinde în modul cel mai brutal cu putință pe chiar acele persoane care sunt cele mai sigure că previziunile lor sunt corecte. Dacă vă veți păstra modestia în ceea ce priveşte capacitățile dumneavoastră de prognoză, aşa cum a făcut Graham, nu veți risca prea mult pe o previziune care se poate dovedi oricând a fi greşită.

Aşadar, trebuie neapărat să vă reduceți aşteptările – aveți însă grijă să nu vă descurajați. În sufletul investitorului inteligent, speranța încolțeşte veşnic, pentru că aşa *trebuie*. De obicei, pe piețele financiare, cu cât viitorul pare mai sumbru, cu atât se dovedeşte a fi mai bun. Un cinic îi spuse odată romancierului şi nuvelistului britanic G.K. Chesterton: „Fericit este cel ce nu se aşteaptă la nimic, căci acela nu va fi dezamăgit." Ce a răspuns Chesterton? „Fericit este cel ce nu se aşteaptă la nimic, căci acela se va bucura de toate."

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 4

Politica generală de portofoliu: investitorul defensiv

Caracteristicile de bază ale unui portofoliu de investiții sunt determinate de obicei de situația și caracteristicile posesorului sau posesorilor. La o extremitate am avut casele de economii, societățile de asigurări de viață și așa-numitele fonduri fiduciare legale. Cu o generație în urmă, investițiile acestora erau limitate prin lege, în multe state, la obligațiunile foarte bine cotate și, uneori, la acțiunile privilegiate foarte bine cotate. La cealaltă extremitate îl avem pe omul de afaceri prosper și experimentat, care va include în lista sa cu titluri de valoare orice fel de obligațiune sau acțiune, cu condiția ca el să le considere o achiziție interesantă.

Există un principiu vechi și sănătos conform căruia cei care nu-și pot permite să-și asume riscuri trebuie să se mulțumească cu un randament relativ scăzut la capitalul investit de ei. De aici a apărut ideea generală conform căreia rentabilitatea pe care și-o propune un investitor este mai mult sau mai puțin proporțională cu gradul de risc pe care este pregătit să și-l asume. Părerea noastră este alta. Randamentul propus trebuie să depindă, dimpotrivă, de efortul de inteligență pe care investitorul este dispus și capabil să-l depună în vederea atingerii obiectivului. Randamentul minim corespunde investitorului pasiv, care este interesat de siguranță și de evitarea problemelor. Randamentul maxim va fi realizat de investitorul agil și întreprinzător, care depune un efort maxim de inteligență și pricepere. În 1965 adăugam: „În multe cazuri, riscul real asociat cumpărării unor «acțiuni de ocazie» care oferă șansa obținerii unui profit însemnat poate fi mai mic decât cel asociat cumpărării unei obligațiuni standard care aduce un câștig de 4½%." Această afirmație conține mai mult adevăr decât am bănuit noi înșine la început, căci, în anii următori, și cele mai bune obligațiuni pe termen lung au pierdut o parte substanțială a valorii lor de piață din cauza creșterii ratelor dobânzilor.

Scanned with OKEN Scanner

Problema de bază a repartizării capitalului în obligaţiuni şi acţiuni

Am prezentat deja într-o formă foarte simplificată politica de portofoliu a investitorului defensiv.* Acesta ar trebui să-şi împartă capitalul între obligaţiunile foarte bine cotate şi acţiunile ordinare foarte bine cotate.

Am sugerat investitorilor ca regulă fundamentală să nu plaseze mai puţin de 25% şi mai mult de 75% din fonduri în acţiuni ordinare, pentru obligaţiuni proporţiile fiind inverse, respectiv 75% şi 25%. Rezultă că diviziunea standard trebuie să fie una egală, de 50-50, între cele două instrumente principale de investiţii. Potrivit tradiţiei, creşterea ponderii acţiunilor ordinare peste 50% ar fi justificată de apariţia unor „preţuri de ocazie" pe o piaţă în scădere prelungită. Invers, ar fi normal să se reducă ponderea acţiunilor ordinare sub 50% atunci când, după aprecierea investitorului, piaţa a atins un nivel periculos de înalt.

Aceste reguli de manual au fost întotdeauna uşor de enunţat şi greu de respectat – deoarece contrazic chiar natura umană care produce excesele manifestate pe piaţa în creştere şi pe cea în scădere. Este aproape o contradicţie în termeni să recomandăm ca politică viabilă, potrivită unui deţinător *obişnuit* de acţiuni, să-şi uşureze portofoliul atunci când piaţa creşte peste un anumit nivel şi să şi-l mărească după un declin corespunzător. Aceasta pentru că omul obişnuit procedează şi se pare că trebuie să procedeze invers decât am procedat noi în trecut, când s-au produs marile ascensiuni şi prăbuşiri; şi – crede cel care scrie aceste rânduri – cum vom proceda probabil în viitor.

Dacă separaţia dintre investiţii şi operaţiunile speculative ar fi atât de clară în prezent cum a fost odinioară, am putea să-i considerăm pe investitori un grup abil şi experimentat care vinde speculatorilor nechibzuiţi şi ghinionişti când preţurile sunt mari şi cumpără de la ei când preţurile sunt mici. Această imagine ar fi putut fi verosimilă în zilele de altădată, dar este greu de identificat cu fenomenele financiare produse după 1949. Nu există niciun indiciu că operaţiuni specializate precum cele efectuate de fondurile mutuale se realizează în acest mod. Ponderea acţiunilor în portofoliul a două tipuri principale de fonduri – „echilibrat" şi „de acţiuni ordinare" – s-a modificat foarte puţin de la

---

* A se vedea „Concluzia" lui Graham la capitolul 2, p. 60.

Scanned with OKEN Scanner

un an la altul. Operațiunile lor de vânzare au fost în mare măsură tentative de înlocuire a titlurilor mai puțin promițătoare cu altele mai promițătoare.

Dacă, așa cum am crezut multă vreme, piața bursieră a pierdut legătura cu vechile ei limite și dacă cele noi n-au fost stabilite încă, atunci nu-i putem oferi investitorului niște reguli sigure după care să reducă ponderea acțiunilor ordinare spre minimul de 25% și să revină mai târziu spre maximul de 75%. Putem recomanda ca, în general, investitorul să nu păstreze mai mult de jumătate din capital în acțiuni decât dacă este foarte încrezător în viabilitatea acestor plasamente și este sigur că ar putea asista impasibil la un declin al pieței asemănător celui din 1969-1970. Ne este greu să ne dăm seama cum poate fi justificată o asemenea încredere la nivelurile existente la începutul lui 1972. Astfel, în acest moment, am putea recomanda să nu se plaseze mai mult de 50% din capital în acțiuni ordinare. Dar, din motive complementare, ne este aproape la fel de greu să recomandăm o reducere a ponderii cu mult sub 50%, dacă investitorul nu-și face griji *în sinea lui* pentru nivelul curent al pieței și va fi satisfăcut de asemenea să-și limiteze participarea la o eventuală creștere la, să zicem, 25% din capitalul său total.

Trebuie astfel să le propunem majorității cititorilor noștri ceea ce pare a fi o formulă 50-50 simplificată la maximum. În acest caz, regula de bază este să se păstreze o împărțire egală a fondurilor între obligațiuni și acțiuni, în condițiile în care aceasta este posibilă. Când schimbările suferite de nivelul pieței ar face ca ponderea acțiunilor ordinare să crească, de pildă, la 55%, echilibrul s-ar restabili prin vânzarea a 1/11 din portofoliul în acțiuni și transformarea sumei obținute în obligațiuni. Invers, o scădere a ponderii acțiunilor ordinare la 45% ar reclama folosirea a 1/11 din capitalul investit în obligațiuni pentru achiziționarea altor acțiuni.

Universitatea Yale a aplicat o strategie oarecum asemănătoare vreme de câțiva ani după 1937, dar aceasta se învârtea în jurul a 35% „plasamente normale" în acțiuni ordinare. La începutul anilor 1950 însă, universitatea pare să fi renunțat la formula ei cândva renumită, iar în 1969 deținea 61% din portofoliu în acțiuni (inclusiv unele convertibile). (La vremea respectivă, fondurile donate unui număr de 71 de asemenea instituții, totalizând 7,6 miliarde $, erau investite în proporție de 60,3% în acțiuni ordinare.) Exemplul anterior ilustrează

Scanned with OKEN Scanner

efectul aproape fatal pe care-l are creşterea semnificativă a pieţei asupra cândva popularei *abordări bazate pe formule* a investiţiilor. Cu toate acestea, suntem convinşi că versiunea acestei abordări propuse de noi, respectiv 50-50, este utilă investitorului defensiv. Ea este extrem de simplă; ţinteşte indubitabil în direcţia corectă; îi dă celui care o aplică sentimentul că face măcar unele mutări ca răspuns la evoluţia pieţei; şi lucrul cel mai important dintre toate, îl va împiedica să investească din ce în ce mai mult în acţiunile ordinare pe măsură ce piaţa atinge culmi din ce în ce mai periculoase.

În plus, un investitor cu adevărat prudent se va mulţumi cu câştigurile aduse de jumătate din portofoliul său pe o piaţă în urcare, iar într-o perioadă de declin drastic, se va consola gândindu-se cât de bine o duce el în comparaţie cu mulţi dintre prietenii lui mai aventuroşi.

Deşi diviziunea propusă de noi, 50-50, este fără îndoială cel mai simplu „program universal" care se poate concepe, este posibil ca el să nu se dovedească a fi cel mai bun din punctul de vedere al rezultatelor obţinute. (Bineînţeles că despre nicio abordare, mecanică sau de altă natură, nu se poate spune cu certitudine că va da rezultate mai bune decât alta.) Randamentul mult mai mare al venitului asigurat în prezent de obligaţiunile de bună calitate în comparaţie cu acţiunile reprezentative este un argument solid în favoarea investiţiilor în obligaţiuni. Preferinţa investitorului pentru o pondere a acţiunilor de 50% sau mai mică poate depinde în primul rând de temperamentul şi atitudinea sa. Dacă poate să-şi evalueze cu sânge rece şansele, el va prefera probabil, în clipa de faţă, ca acţiunile să aibă ponderea minimă de 25%, aşteptând ca rentabilitatea dividendelor acţiunilor din coşul DJIA să reprezinte, de pildă, două treimi din rentabilitatea obligaţiunilor pentru a-şi împărţi capitalul jumătate-jumătate între obligaţiuni şi acţiuni. Pornind de la un nivel de 900 al DJIA şi dividende de 36 $ pentru o acţiune, ar fi nevoie fie de o scădere a rentabilităţii obligaţiunilor impozabile de la 7½% la circa 5,5% fără ca randamentul curent al principalelor acţiuni să se modifice în vreun fel, fie de o scădere a DJIA până la nivelul de 660 fără ca rentabilitatea obligaţiunilor să se diminueze, iar dividendele să crească. O combinaţie de schimbări intermediare ar putea da naştere aceluiaşi „punct de cumpărare". Un program de acest gen nu este deosebit de complicat; lucrul cel mai greu este să-l adopţi şi să te ţii de el, ca să nu mai amintim de posibilitatea ca el să se dovedească a fi fost mult prea prudent.

Scanned with OKEN Scanner

Partea de capital investită în obligațiuni

Alegerea obligațiunilor care intră în alcătuirea portofoliului investitorului va depinde de răspunsul dat următoarelor două întrebări esențiale: ce ar trebui să cumpere el, obligațiuni impozabile sau neimpozabile, și obligațiuni cu scadență mai scurtă ori cu scadență mai lungă? Decizia privitoare la impozit ar trebui să fie în primul rând o chestiune de calcul, referindu-se la diferența dintre randament și impozitul pe care trebuie să-l plătească investitorul. În ianuarie 1972, dacă voiai să alegi scadențe de 20 de ani, trebuia să optezi între a obține, de pildă, 7½% la obligațiunile corporatiste „cotate Aa" și 5,3% la obligațiunile neimpozabile de cea mai înaltă calitate. (Termenul „municipale" se aplică în general tuturor tipurilor de obligațiuni scutite de impozit, inclusiv obligațiilor de plată ale statelor.) Astfel, pentru această scadență, venitul obținut se diminua cu vreo 30% dacă se trecea de la obligațiunile corporatiste la cele municipale. Prin urmare, în cazul în care investitorul se încadra la un impozit maxim, mai mare de 30%, ar fi economisit niște bani după plata acestuia dacă ar fi ales obligațiunile municipale; dacă impozitul maxim era mai mic de 30%, situația stătea invers. O persoană necăsătorită începe să plătească un impozit de 30% când venitul ei după aplicarea deducerilor depășește 10.000 $; pentru o pereche căsătorită, impozitul respectiv se aplică atunci când venitul lor total impozabil depășește 20.000 $. Este evident că o mare parte a investitorilor individuali ar obține un câștig mai mare după achitarea impozitelor din obligațiunile municipale decât din obligațiunile corporatiste de bună calitate.

Alegerea unor scadențe mai scurte sau a unora mai lungi presupune formularea unui răspuns la o întrebare cu totul diferită, și anume: vrea investitorul să se asigure împotriva unei scăderi a prețului obligațiunilor sale, dar cu prețul (1) unui randament anual mai mic și (2) pierderii posibilității ca valoarea capitalului investit să *crească* într-o măsură apreciabilă? Noi credem că este mai bine să discutăm despre această întrebare în capitolul 8, „Investitorul și fluctuațiile pieței".

În trecut, foarte multă vreme, singurele obligațiuni pe care persoanele fizice considerau că merită să le cumpere au fost titlurile americane de tezaur pentru economii. Siguranța lor era – și este – indiscutabilă; ele aduceau un câștig mai mare în comparație cu alte investiții în obligațiuni de cea mai bună calitate; ofereau o opțiune de răscumpărare și alte privilegii care le sporeau în mare măsură atractivitatea.

Scanned with OKEN Scanner

În ediţiile noastre anterioare am avut un întreg capitol intitulat „Obligaţiunile americane de tezaur pentru economii – o binefacere pentru investitori".

După cum vă vom arăta în continuare, obligaţiunile americane de tezaur pentru economii posedă încă anumite avantaje distincte care fac din ele o achiziţie potrivită oricărui investitor individual. Pentru omul care dispune de un capital modest – să zicem că nu mai mult de 10.000 $ de investit în obligaţiuni – credem că ele sunt încă alegerea cea mai simplă şi cea mai bună. Dar cei care dispun de bani mai mulţi pot găsi că alte instrumente sunt mai de dorit.

Să enumerăm câteva categorii principale de obligaţiuni care merită atenţia investitorilor şi să discutăm puţin despre ele, făcând o descriere generală a acestora şi referindu-ne apoi la siguranţa, randamentul, preţul de piaţă, riscul, statutul fiscal şi alte caracteristici ale acestora.

1. OBLIGAŢIUNILE AMERICANE DE TEZAUR PENTRU ECONOMII, SERIA E ŞI SERIA H. Mai întâi vom rezuma clauzele cele mai importante ale acestora, după care vom discuta pe scurt despre numeroasele avantaje ale acestor instrumente de investiţii unice, atractive şi deosebit de convenabile. La obligaţiunile din seria H, dobânda se plăteşte semianual, la fel ca la alte obligaţiuni. Rata dobânzii este de 4,29% pentru primul an şi de 5,10% pentru următorii nouă ani până la scadenţă. Dobânda la obligaţiunile din seria E nu se plăteşte, ci se acumulează prin creşterea valorii de răscumpărare. Obligaţiunile sunt vândute la 75% din valoarea nominală şi ajung la 100% după 5 ani şi 10 luni de la cumpărare. Dacă sunt păstrate până la scadenţă, randamentul compus semianual ajunge la 5%. Dacă sunt răscumpărate mai devreme, randamentul creşte de la un minimum de 4,01% în primul an până la o medie de 5,20% în următorii $4^5/_6$ ani.

Dobânda adusă de obligaţiuni este impozitată de administraţia federală, dar nu şi de cea statală. Impozitul federal aferent obligaţiunilor din seria E poate fi plătit însă la libera alegere a celui care le deţine, fie anual, pe măsură ce dobânda se acumulează (prin creşterea valorii de răscumpărare), fie la răscumpărarea efectivă a obligaţiunilor.

Cei care posedă obligaţiuni din seria E le pot încasa oricând (la scurt timp după cumpărare) la valoarea curentă de răscumpărare. Cei care posedă obligaţiuni din seria H au drepturi asemănătoare, putând să le încaseze la valoarea nominală (la cât au costat). Obligaţiunile din

Scanned with OKEN Scanner

seria E se pot schimba cu obligaţiuni din seria H, existând anumite avantaje fiscale. Obligaţiunile pierdute, distruse ori furate pot fi înlocuite fără nicio cheltuială. Există anumite limite în privinţa numărului de obligaţiuni care pot fi cumpărate într-un an, dar clauzele generoase privind dreptul membrilor unei familii de a deţine împreună obligaţiuni le dau majorităţii investitorilor posibilitatea să cumpere atâtea obligaţiuni câte îşi pot permite. *Comentariu:* nu există o altă investiţie care să combine (1) garantarea absolută a recuperării capitalului investit şi a plăţii dobânzilor, (2) dreptul de a cere toţi „banii înapoi" în orice moment şi (3) garantarea unei rate a dobânzii de cel puţin 5% pentru cel puţin zece ani. Cei care au cumpărat obligaţiuni seria E din emisiunile anterioare au avut dreptul de a le păstra după scadenţă, continuând astfel să acumuleze dobânzi din ce în ce mai mari. Amânarea plăţii impozitului pe o perioadă atât de îndelungată a generat un semnificativ avantaj bănesc; noi am calculat că, de regulă, dobânda efectiv încasată după plata impozitului a crescut cu până la o treime. Invers, dreptul de a încasa obligaţiunile la preţul de cost sau la un preţ mai bun le-a oferit celor care le-au cumpărat în anii anteriori cu o dobândă mai mică protecţie totală împotriva diminuării capitalului investit, cum li s-a întâmplat multor investitori în obligaţiuni; altfel spus, le-a dat posibilitatea să *beneficieze* de creşterea ratelor dobânzilor transformându-şi titlurile purtătoare de dobânzi mici în titluri purtătoare ale unor dobânzi foarte mari fără să piardă vreun ban.

După părerea noastră, avantajele deosebite oferite posesorilor de obligaţiuni de tezaur pentru economii vor compensa cu prisosinţă randamentul lor curent mai scăzut comparativ cu cel al altor obligaţii directe de plată asumate de guvern.

2. ALTE OBLIGAŢIUNI EMISE ÎN S.U.A. Există foarte multe obligaţiuni emise, cu diverse dobânzi şi scadenţe. Toate sunt sută la sută sigure în privinţa plăţii dobânzii şi a capitalului investit. Ele sunt impozitate de administraţia federală, dar nu şi de cea statală. La sfârşitul lui 1971, titlurile emise pe termen lung – peste zece ani – aveau un randament mediu de 6,09%, cele pe termen mediu (trei-cinci ani), unul de 6,35%, iar cele pe termen scurt, unul de 6,03%.

În 1970 puteai să cumperi un număr de titluri vechi la o valoare cu mult inferioară celei nominale. Unele dintre acestea sunt acceptate la

Scanned with OKEN Scanner

valoarea lor nominală în momentul achitării taxelor de moştenire. În această categorie intră, de exemplu, titlurile emise de Trezoreria SUA cu o dobândă de 3½%, scadente în 1990; ele se vindeau la 60 în 1970, dar au încheiat anul respectiv la peste 77.

Este interesant de observat şi faptul că, în multe cazuri, obligaţiile indirecte de plată ale guvernului SUA au un randament mult mai mare decât cel al obligaţiilor directe de plată cu aceeaşi scadenţă. În momentul în care scriem aceste rânduri, se lansează o ofertă de „certificate garantate sută la sută de ministrul transporturilor din Ministerul Transporturilor din SUA", cu o dobândă de 7,05%. Randamentul era cu 1% mai mare decât cel al obligaţiilor directe de plată ale SUA, cu scadenţa în acelaşi an (1986). Certificatele erau emise de fapt în numele Administratorilor Penn Central Transportation Co., însă erau vândute în baza unei declaraţii date de procurorul general al SUA conform căreia garanţia „dă naştere unei obligaţii generale din partea Statelor Unite ale Americii, girate de încrederea şi credibilitatea lor totală". În trecut, guvernul SUA şi-a asumat destul de multe asemenea obligaţii indirecte de plată şi toate au fost onorate cu scrupulozitate.

Cititorul se poate întreba de ce toată această scamatorie, care presupune formularea unei aparente „garanţii personale" de către ministrul transporturilor şi, în cele din urmă, un cost mai mare pentru contribuabil. Principalul motiv al asumării unei obligaţii indirecte l-a reprezentat faptul că datoriile contractate de guvern sunt limitate de Congres. Garanţiile date de guvern se pare că nu sunt considerate datorii – o interpretare care-i avantajează pe investitorii mai inteligenţi. Poate că principala consecinţă a acestei situaţii a fost emiterea de către Autoritatea Locuinţei a unor obligaţiuni neimpozabile, care beneficiază de ceva asemănător unei garanţii din partea SUA şi sunt teoretic singurele titluri scutite de impozit echivalente obligaţiunilor guvernamentale. Un alt gen de titluri garantate de guvern sunt nou-emisele titluri de credit „Comunităţi Noi", oferite cu o dobândă de 7,60% în septembrie 1971.

3. OBLIGAŢIUNILE STATALE ŞI MUNICIPALE. Acestea beneficiază de scutire de la plata impozitului federal pe venit. De asemenea, sunt scutite de regulă de la plata impozitului pe venit în statul care le-a emis, dar nu şi în celelalte state. Sunt fie obligaţii directe de plată asumate de un stat sau o diviziune administrativă a acestuia, fie

Scanned with OKEN Scanner

„obligațiuni cu câștiguri" a căror dobândă depinde de sumele încasate din exploatarea unui drum cu taxă, a unui pod, din arendarea unor terenuri pentru construcții etc. Nu toate obligațiunile neimpozabile beneficiază de o protecție suficient de solidă ca să se justifice cumpărarea lor de către un investitor defensiv. Acesta se poate lua în alegerea lor după cota dată fiecărei emisiuni de Moody's sau Standard & Poor's. Unul dintre cele trei ratinguri superioare acordate de ambele servicii – Aaa (AAA), Aa (AA) sau A – ar trebui să constituie un indiciu suficient al siguranței lor. Randamentul acestor obligațiuni variază atât în funcție de calitate, cât și în funcție de scadență, scadențelor mai scurte corespunzându-le un randament mai mic. La sfârșitul anului 1971, titlurile care alcătuiau indicele obligațiunilor municipale Standard & Poor's aveau un rating mediu de calitate AA, scadența la 20 de ani și un randament de 5,78%. Niște obligațiuni tipice emise de municipalitatea din Vineland, statul New Jersey, erau cotate AA spre A și dădeau un randament de numai 3% la o scadență de un an, acesta crescând la 5,8% în cazul scadențelor din 1995 și 1996[1].

4. OBLIGAȚIUNILE CORPORATISTE. Câștigul adus de aceste obligațiuni este impozitat atât de administrația federală, cât și de cea statală. La începutul lui 9172, cele de calitate superioară aveau un randament de 7,19% la o scadență de 25 de ani, așa cum arată randamentul dat publicității, corespunzător indicelui obligațiunilor corporatiste cotate Aaa de Moody's. Așa-numitele titluri de calitate inferioară spre medie – cotate Baa – aduceau un câștig de 8,23% la scadențe mari. Titlurile cu scadențe mai scurte din fiecare categorie aveau un randament ceva mai redus în comparație cu obligațiile de plată pe termen mai lung.

Comentariu. Rezumatele de mai înainte indică faptul că investitorul obișnuit are la dispoziție mai multe obligațiuni foarte bine cotate. Cei care plătesc impozite foarte mari pot fără îndoială să obțină un câștig net mai bun din titlurile de bună calitate neimpozabile decât din cele impozabile. Pentru ceilalți, la începutul anului 1972, randamentul impozabil părea a varia între 5,00% la obligațiunile de tezaur pentru economii, cu opțiunile lor speciale, până la circa 7½% la titlurile foarte bine cotate emise de companii.

Scanned with OKEN Scanner

Investiţiile în obligaţiuni cu randament superior

Sacrificând calitatea, un investitor poate să obţină un câştig mai mare din obligaţiunile sale. Experienţa îndelungată a demonstrat faptul că investitorul obişnuit este mai înţelept să nu se atingă de asemenea obligaţiuni cu randament superior. Deşi, luate în ansamblu, ele pot da rezultate mai bune din punctul de vedere al randamentului general comparativ cu titlurile de cea mai bună calitate, aceste obligaţiuni îl expun pe posesor prea multor riscuri individuale de evoluţie nefavorabilă, mergând de la scăderea neliniştitoare a preţului până la imposibilitatea răscumpărării lor efective. (Este adevărat că obligaţiunile mai slab cotate oferă destul de des posibilitatea realizării unor afaceri avantajoase, însă acestea necesită o analiză şi o abilitate specială pentru a fi exploatate cu succes.)*

Poate că ar trebui să adăugăm aici faptul că limitele impuse de Congres la emisiunea de obligaţiuni ale SUA oferă cel puţin două „posibilităţi de afaceri avantajoase" celor care investesc în obligaţii de plată garantate de guvern. Prima este reprezentată de titlurile neimpozabile „Case Noi", iar cealaltă, de nou-apărutele „titluri de credit «Comunităţi Noi»" (impozabile). Titlurile „Case Noi" emise în iulie 1971 aduceau un câştig de până la 5,8%, neimpozabil nici de administraţia federală, nici de cea statală, în vreme ce titlurile de credit (impozabile) „Comunităţi Noi" emise în septembrie 1971 aduceau un câştig de 7,60%. Ambele obligaţii de plată beneficiază de „deplina încredere şi credibilitate" a guvernului SUA care le garantează şi deci sunt indubitabil sigure. Iar câştigul net pe care-l aduc acestea sunt considerabil mai mari decât cel adus de obligaţiunile obişnuite emise de guvernul SUA.†

---

* Intensitatea obiecţiei exprimate de Graham faţă de obligaţiunile cu randament superior este atenuată în prezent de existenţa unei mari varietăţi de fonduri mutuale care împart riscul şi analizează plasamentele în „obligaţiuni de calitate inferioară". Pentru mai multe amănunte, a se vedea comentariul la capitolul 6.

† Obligaţiunile „Case Noi" şi „titlurile de credit «Comunităţi Noi»" nu mai există. Obligaţiunile Autorităţii pentru Construcţia de Locuinţe Noi erau garantate de Ministerul Locuinţei şi Dezvoltării Urbane din SUA (HUD) şi erau scutite de impozitul pe venit, dar n-au mai fost emise după 1974. Titlurile de credit «Comunităţi Noi», garantate şi ele de HUD, erau emise în virtutea unei legi federale adoptate în 1968. Până în 1975 au fost emise titluri în valoare de circa 350 de milioane $, programul încetând în 1983.

Scanned with OKEN Scanner

Depozite de economii în locul obligațiunilor

Un investitor poate să obțină acum o rată a dobânzii la fel de mare la un depozit de economii creat la o bancă comercială sau la o casă de economii (sau la un certificat bancar de depozit) ca și de la o obligațiune foarte bine cotată cu scadență scurtă. Rata dobânzii la conturile bancare de economii poate fi redusă în viitor, dar, în condițiile actuale, acestea sunt un înlocuitor potrivit pentru investițiile în obligațiuni pe termen scurt efectuate de persoanele fizice.

Titlurile convertibile

Despre acestea se va discuta în capitolul 16. Problema variației prețului obligațiunilor este analizată în capitolul 8, „Investitorul și fluctuațiile pieței".

Clauzele de răscumpărare înainte de termen

În edițiile anterioare am avut o discuție destul de lungă despre acest aspect al investițiilor în obligațiuni, pentru că avea legătură cu o mare, dar puțin observată nedreptate făcută investitorului. De regulă, obligațiunile puteau fi răscumpărate curând după emiterea lor, cu un agio modest – să zicem, de 5% – peste prețul de emisiune. Aceasta însemna că, într-o perioadă în care ratele de bază ale dobânzilor fluctuau foarte mult, investitorul trebuia să suporte toată povara schimbărilor nefavorabile, neputând să participe decât într-o foarte mică măsură la cele favorabile.

EXEMPLU: de obicei, am dat ca exemplu emisiunea titlurilor de credit American Gas & Electric cu scadență peste 100 de ani și dobândă de 5%, vândute publicului la 101 în 1928. După patru ani, în condiții vecine cu panica, prețul acestor obligațiuni de bună calitate a scăzut la 62½, aducând un câștig de 8%. În 1946, când situația s-a schimbat complet, obligațiunile de acest tip puteau aduce din vânzare un câștig de numai 3%, iar titlurile cu 5% dobândă *ar fi trebuit* să fie cotate la finele anului la 160. Dar, în acel moment, compania a profitat de clauza de răscumpărare înainte de termen și a cumpărat titlurile la numai 106.

Clauza răscumpărării înainte de termen a acestor obligațiuni era un mod mascat de a spune „cap, câștig eu, pajură, pierzi tu". În cele din urmă, instituțiile care cumpărau obligațiuni au refuzat să accepte acest

Scanned with OKEN Scanner

aranjament nedrept; în ultimii ani, majoritatea titlurilor cu dobândă mare şi scadenţă lungă au fost protejate împotriva răscumpărării pe o perioadă de cel puţin zece ani de la data emiterii. Acest lucru limitează totuşi posibila creştere a preţului lor, dar nu într-o manieră inechitabilă.

Din punct de vedere practic, îl sfătuim pe cel care investeşte în titluri pe termen lung să sacrifice o mică parte din câştig pentru a se proteja împotriva posibilităţii de răscumpărare înainte de termen – să zicem, pe o perioadă de 20-25 de ani. În mod asemănător, este mai avantajos să cumperi o obligaţiune cu cupon mic* sub valoarea nominală decât o obligaţiune cu cupon mare care se vinde la o valoare apropiată de cea nominală şi poate fi răscumpărată în câţiva ani. Căci disagioul – de pildă, al unei obligaţiuni cu 3½% dobândă care se vinde la 63½% şi aduce un câştig de 7,85% – oferă o protecţie deplină împotriva răscumpărării obligaţiunii într-un moment nefavorabil.

Acţiunile privilegiate simple – adică neconvertibile

Aici ar trebui să facem unele observaţii generale cu privire la acţiunile privilegiate. Acţiuni privilegiate cu adevărat de bună calitate pot exista şi chiar există, dar ele sunt de bună calitate în pofida faptului că reprezintă o formă de investiţie, ceea ce este inerent un lucru rău. Siguranţa investiţiei făcute de posesorul tipic de acţiuni privilegiate depinde de capacitatea şi dorinţa companiei de a plăti dividende la *acţiunile ordinare*. În clipa în care dividendele ordinare nu se plătesc sau chiar sunt în pericol de a nu fi plătite, situaţia lui devine una precară, căci administratorii nu sunt obligaţi să-l plătească dacă nu se plătesc şi dividendele corespunzătoare acţiunilor ordinare. Pe de altă parte, acţiunile privilegiate tipice nu dau dreptul la o parte din profiturile companiei mai mare decât rata prestabilită a dobânzii. Astfel, deţinătorul de acţiuni privilegiate nu are nici dreptul legal de creanţă pe care-l are posesorul de obligaţiuni (sau creditorul), nici posibilităţile de participare la profit pe care le are deţinătorul unor acţiuni ordinare (sau partenerul).

---

* „Cuponul" unei obligaţiuni este rata dobânzii acesteia; o obligaţiune cu „cupon mic" aduce un venit din dobândă inferior mediei pieţei.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste dezavantaje de natură legală ale acțiunilor privilegiate tind să devină vizibile de fiecare dată în perioadele de depresiune economică. Foarte puține acțiuni privilegiate au o poziție atât de solidă, încât să-şi poată păstra statutul de investiții sigure în ciuda tuturor vicisitudinilor. Experiența ne învață că momentul cel mai potrivit pentru a cumpăra acțiuni privilegiate este acela în care prețul lor scade exagerat de mult din cauza unei situații temporar nefavorabile. (În asemenea momente, ele pot fi foarte potrivite pentru investitorul agresiv, dar prea neconvenționale pentru investitorul defensiv.)

Cu alte cuvinte, ar trebui ca investitorul fie să cumpere acțiuni privilegiate de ocazie, fie să nu cumpere deloc. Ne vom referi mai târziu la titlurile convertibile şi alte titluri similare preferențiale, care oferă unele posibilități de participare la profit. Acestea nu fac parte în mod obişnuit din portofoliul unui investitor prudent.

Mai merită să fie menționată o particularitate generală a acțiunilor privilegiate. Ele asigură un tratament fiscal mult mai bun investitorilor instituționali decât celor individuali. Firmele plătesc impozit pentru numai 15% din venitul obținut sub formă de dividende, dar pentru toată suma reprezentând venitul obținut din dobânzi. Cum, în 1972, cota impozitului plătit de firme este de 48%, înseamnă că 100 $ încasați ca dividende la acțiunile privilegiate se impozitează cu numai 7,20 $, în vreme ce 100 $ încasați ca dobândă la obligațiuni sunt impozitați cu 48 $. Pe de altă parte, investitorii individuali plătesc exact acelaşi impozit la investițiile în acțiuni privilegiate ca şi la dobânda adusă de obligațiuni, exceptând o mică scutire acordată de curând. Astfel, din punct de vedere strict logic, acțiunile privilegiate cotate ca investiții ar trebui să fie cumpărate numai de firme, aşa cum obligațiunile neimpozabile ar trebui să fie cumpărate numai de investitori care plătesc impozit pe venit.*

---

* Deşi remarca lui Graham rămâne valabilă, datele s-au schimbat. Firmele pot deduce în prezent 70% din venitul încasat din dividende, iar cota standard de impozitare a firmelor este de 35%. Astfel, o firmă va plăti un impozit de circa 24,50 $ pentru dividende din acțiunile privilegiate de 100 $, față de un impozit de 35 $ pentru un venit din dobânzi de 100 $. Persoanele fizice plătesc aceeaşi cotă de impozit pe venit şi în cazul dividendelor, şi în cazul dobânzilor, aşa încât acțiunile privilegiate nu le oferă un avantaj de natură fiscală.

Scanned with OKEN Scanner

Forme ale titlurilor de valoare

Obligațiunea și acțiunea preferențială, despre care am discutat în rândurile de față, sunt forme cunoscute și relativ ușor de folosit. Posesorul unor obligațiuni este îndreptățit să primească o dobândă fixă și să i se restituie la o dată bine definită capitalul investit. Posesorul unor acțiuni privilegiate este îndreptățit să primească un dividend fix și atât, care trebuie plătit înaintea dividendului aferent acțiunilor ordinare. Capitalul investit de el nu are o dată de restituire dinainte specificată. (Dividendul poate fi cumulativ sau necumulativ. Investitorul poate să aibă sau să nu aibă drept de vot.)

Acestea sunt clauzele obișnuite și, fără îndoială, formele pe care le îmbracă majoritatea obligațiunilor și acțiunilor privilegiate, însă există nenumărate abateri de la aceste forme. Cele mai cunoscute sunt titlurile convertibile și cele asemănătoare acestora, precum și obligațiunile purtătoare de venit. În cazul acestora din urmă, dobânda nu trebuie plătită dacă firma nu obține profit. (Dobânda neplătită se poate acumula, urmând a fi achitată din profiturile viitoare, dar de multe ori perioada respectivă este limitată la trei ani.)

Obligațiunile purtătoare de venit ar trebui să fie folosite de firme într-o măsură mult mai mare decât sunt folosite în prezent. Ocolirea lor se datorează în aparență unui simplu accident al istoriei economice, și anume faptului că au fost folosite foarte mult în planurile de reorganizare a căilor ferate, fiind asociate așadar încă de la început cu o situație financiară nefavorabilă și cu o investiție de slabă calitate. Însă forma în sine prezintă câteva avantaje practice, mai ales în comparație cu numeroasele acțiuni privilegiate (convertibile) emise în ultimii ani, pe care le pot înlocui cu succes. Cel mai important dintre acestea este deductibilitatea dobânzii plătite din venitul impozabil al companiei, ceea ce reduce de fapt la jumătate costul acestei forme de capital. Din punctul de vedere al investitorului, probabil că cel mai bine pentru el ar fi ca, în cele mai multe cazuri, să aibă (1) dreptul necondiționat de a i se plăti dobânda *atunci când compania obține profit* și (2) dreptul la *alte* forme de protecție decât procedurile de intrare în faliment dacă dobânda nu poate fi suportată din profit și plătită. Clauzele obligațiunilor purtătoare de venit pot fi formulate într-o manieră care să-i avantajeze la maximum atât pe debitor, cât și pe creditor. (Pot fi acordate, bineînțeles, privilegii de conversie.) Acceptarea de toată lumea a formei inerent slabe a acțiunilor

Scanned with OKEN Scanner

privilegiate şi respingerea formei mai solide a obligaţiunilor purtătoare de venit reprezintă o ilustrare interesantă a modului în care instituţiile tradiţionale şi obiceiurile tind adeseori să persiste pe Wall Street în ciuda noilor condiţii care reclamă adoptarea unui alt punct de vedere. Cu fiecare nou val de optimism sau de pesimism, suntem pregătiţi să renunţăm la istorie şi la principiile verificate în timp, şi să ne cramponăm cu tenacitate şi necondiţionat de prejudecăţile noastre.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 4

„Când laşi lucrurile la voia întâmplării, dintr-odată nu mai ai noroc."

Pat Riley, antrenor de baschet

Cât de agresiv ar trebui să fie portofoliul dumneavoastră?

Asta depinde, spune Graham, nu atât de felul plasamentelor pe care le faceţi, cât mai ales de ce fel de investitor sunteţi. Există două moduri de a fi un inteligent investitor:

- cercetând, selectând şi urmărind continuu diverse combinaţii de acţiuni, obligaţiuni şi participaţii la fondurile mutuale;
- creând un portofoliu permanent care funcţionează pe pilot automat şi nu necesită alte eforturi (dar nu produce o satisfacţie deosebită).

Graham numeşte prima abordare „activă" sau „întreprinzătoare"; ea reclamă mult timp şi multă energie. Strategia „pasivă" sau „defensivă" ia puţin timp şi efort, dar reclamă o detaşare aproape ascetică de tumultul ademenitor al pieţei. Aşa cum spunea specialistul în investiţii Charles Ellis, abordarea întreprinzătoare este epuizantă din punct de vedere fizic şi intelectual, pe când cea defensivă te solicită din punct de vedere emoţional.[1]

Dacă aveţi timp suficient, vă place concurenţa, gândiţi ca un pasionat de sport şi apreciaţi provocările intelectuale complexe, atunci vi se potriveşte abordarea activă. Dacă vă simţiţi întotdeauna în criză de timp, tânjiţi după simplitate şi nu vă place să vă gândiţi la bani, atunci vi se potriveşte abordarea pasivă. (Unora le va plăcea să combine cele două metode – să creeze un portofoliu în esenţă activ şi parţial pasiv, sau viceversa.)

---

[1] Pentru mai multe amănunte cu privire la deosebirea dintre investiţiile care te solicită din punct de vedere fizic şi intelectual, pe de o parte, şi cele care te solicită din punct de vedere emoţional, pe de altă parte, a se vedea capitolul 8 şi Charles Ellis, „Three Ways to Succeed as an Investor", în Charles D. Ellis, James R. Vertin, editori, *The Investor's Anthology* (John Wiley & Sons, 1997), p. 72.

Scanned with OKEN Scanner

Ambele abordări sunt la fel de inteligente şi puteţi avea succes cu oricare dintre ele, dar numai dacă vă cunoaşteţi suficient de bine ca s-o alegeţi pe cea care vi se potriveşte, ca să-i rămâneţi fideli în toată perioada în care practicaţi această activitate şi ca să vă puteţi ţine sub control costurile şi sentimentele. Deosebirea pe care Graham o face între investitorii activi şi cei pasivi este un alt mod de a ne reaminti că riscul financiar nu se găseşte doar acolo unde-l caută cei mai mulţi dintre noi – în economie sau în investiţiile noastre – ci şi în noi înşine.

PUTEŢI DA DOVADĂ DE CURAJ SAU VEŢI BATE ÎN RETRAGERE?

Atunci cum ar trebui să înceapă un investitor defensiv? Prima şi cea mai importantă decizie se referă la cât anume va investi în acţiuni şi cât va investi în obligaţiuni şi numerar. (De remarcat că Graham plasează în mod intenţionat această analiză după capitolul referitor la inflaţie, dându-vă din timp informaţia că inflaţia este unul dintre cei mai mari duşmani ai dumneavoastră.)

Lucrul cel mai surprinzător legat de felul în care Graham analizează problema alocării capitalului între acţiuni şi obligaţiuni este acela că el nu aminteşte nimic despre vârstă. Sfaturile sale nu ţin cont deloc de concepţia îndeobşte acceptată – potrivit căreia riscul pe care ar trebui să ţi-l asumi atunci când investeşti nişte bani depinde în special de vârsta pe care o ai[2]. O regulă empirică des folosită spunea să scazi vârsta pe care o ai din 100 şi să investeşti procentajul respectiv din capitalul propriu în acţiuni, iar restul în obligaţiuni sau numerar. (Cineva de 28 de ani trebuia să investească 72% din bani în acţiuni, iar cineva de 81 de ani numai 19%.) Asemenea celorlalte teorii, şi acestea au beneficiat de o atenţie exagerat de mare la sfârşitul anilor 1990. În 1999, într-o cunoscută lucrare se afirma că, dacă aveai mai puţin de 30 de ani, trebuia să investeşti 95% din bani în acţiuni – chiar dacă nu aveai decât o toleranţă „moderată" faţă de risc![3]

În cazul în care nu le-aţi permis partizanilor acestei teorii să scadă 100 din coeficientul dumneavoastră de inteligenţă, ar trebui să le puteţi spune că ceva nu este în regulă cu ea. De ce să determine vârsta

---

[2] Căutând de curând pe Google expresia „vârsta şi alocarea capitalului" („age and asset allocation"), am obţinut peste 30.000 de referinţe online.

[3] James K. Glassman, Kevin A. Hassett, *Dow 36,000: The New Strategy for Profiting from the Coming Rise in the Stock Market* (Times Business, 1999), p. 250.

Scanned with OKEN Scanner

dumneavoastră riscul pe care vi-l puteți asuma? Un om de 89 de ani, cu 3 milioane $, o pensie mare şi o grămadă de nepoți ar fi absurd să-şi pună cea mai mare parte a banilor în obligațiuni. El are deja un venit foarte mare, iar nepoții (care până la urmă îi vor moşteni acțiunile) au tot timpul să investească. Pe de altă parte, cineva în vârstă de 25 de ani, care strânge bani pentru nuntă şi pentru un avans la casă ar fi nebun să-şi pună toți banii în acțiuni. Dacă piața bursieră intră în picaj, nu va obține destui bani din obligațiuni ca să-şi acopere pierderea – sau spatele.

În plus, indiferent cât ai fi de tânăr, poate ai brusc nevoie să-ți recuperezi banii investiți în acțiuni nu peste 40 de ani, ci peste 40 de minute. Fără cel mai mic avertisment, ți-ai putea pierde serviciul, soția sau soțul ar putea divorța de tine, ai putea ajunge handicapat sau ai putea avea cine ştie ce altă surpriză neplăcută. Neprevăzutul poate lovi pe oricine, la orice vârstă. Toată lumea trebuie să țină ceva capital sub forma lipsită de riscuri a numerarului.

În fine, multe persoane încetează să mai investească tocmai *din cauză că* piața bursieră scade. Psihologii au demonstrat că cei mai mulți dintre noi nu se pricep să spună astăzi cum vor reacționa la un eveniment cu încărcătură emoțională care se va petrece în viitor.[4] Când acțiunile cresc cu 15-20% pe an, cum s-a întâmplat în anii 1980-1990, este uşor să-ți închipui că-ți vei păstra acțiunile toată viața. Dar când vezi că fiecare dolar pe care l-ai investit ajunge să valoreze zece cenți, este greu să te abții de la a-ți scoate banii şi a-i ține „în siguranță" în obligațiuni şi numerar. În loc să cumpere şi să-şi țină acțiunile, mulți oameni ajung să cumpere la un preț mare, să vândă la un preț mic şi să nu-şi țină altceva decât capul în mâini. Din cauză că foarte puțini investitori au curajul să nu renunțe la acțiuni în condițiile în care piața este în scădere, Graham insistă asupra ideii ca fiecare să păstreze cel puțin 25% din capital în obligațiuni. Această rezervă, susține el, vă va da curajul să vă păstrați restul banilor în acțiuni chiar şi atunci când ele îşi pierd valoarea.

Pentru a vă da seama mai bine de proporția riscului pe care sunteți în stare să vi-l asumați, gândiți-vă la principalele date financiare ale existenței dumneavoastră, când vor apărea ele, când este posibil să se schimbe şi cum vă vor putea influența nevoia de disponibilități:

---

[4] Un interesant articol despre acest fenomen psihologic este cel scris de Daniel Gilbert şi Timothy Wilson, intitulat „Miswanting", care se poate găsi la www.wjh.harvard.edu/~dtg/Gilbert_&_ Wilson(Miswanting).pdf.

Scanned with OKEN Scanner

- Sunteți celibatar sau căsătorit? Cu ce se ocupă soțul, soția sau partenerul, partenera dumneavoastră?
- Aveți sau veți avea copii? Când veți începe să cheltuiți bani cu educația lor?
- Veți moșteni bani sau vă veți susține financiar părinții în vârstă și bolnavi?
- Ce factori ar putea afecta cariera dumneavoastră? (Dacă lucrați la o bancă sau la o firmă de construcții de locuințe, creșterea bruscă a ratelor dobânzilor v-ar putea lăsa fără serviciu. Dacă lucrați la o întreprindere chimică, creșterea semnificativă a prețului petrolului s-ar putea să nu vă favorizeze.)
- Dacă lucrați pe cont propriu, cât tind să meargă afacerile asemănătoare celei de care vă ocupați dumneavoastră?
- Aveți nevoie de investiții ca să vă completați veniturile? (În general, obligațiunile vă vor ajuta să faceți asta, nu și acțiunile.)
- Date fiind salariul pe care-l aveți și nevoile dumneavoastră financiare, câți bani vă puteți permite să pierdeți din investiții?

Dacă, după ce ați luat în considerare aceste aspecte, considerați că vă puteți asuma riscuri mai mari investind mai mult în acțiuni, vă situați în jurul minimului de 25% prevăzut de Graham pentru investițiile în obligațiuni sau numerar. Dacă nu, evitați în general acțiunile, apropiindu-vă de maximul de 75% prevăzut de Graham pentru investițiile în obligațiuni și numerar. (Pentru a afla dacă puteți ajunge la 100%, citiți caseta de la p. 110.)

După ce ați stabilit aceste procentaje-țintă, modificați-le doar dacă se schimbă ceva în viața dumneavoastră. Nu cumpărați mai multe acțiuni pentru că piața a urcat; nu le vindeți pentru că aceasta a coborât. Ideea de bază a abordării propuse de Graham este aceea de a renunța la pronosticuri în favoarea disciplinei. Din fericire, folosind planul de pensie 401(k), este simplu să vă puneți portofoliul pe autopilot permanent. Să zicem că agreați un grad de risc destul de mare – investind, de pildă, 70% din capital în acțiuni și 30% în obligațiuni. Dacă piața bursieră crește cu 25% (dar obligațiunile rămân la același nivel), veți ajunge să aveți puțin sub 75% din capital în acțiuni și numai 25% în obligațiuni.[5] Intrați pe site-ul fondului care administrează planul dumneavoastră de pensii 401(k) (ori sunați la numărul fără taxă oferit de acesta) și vindeți atâtea acțiuni din

[5] Pentru a nu complica lucrurile, presupunem că prețul acțiunilor a crescut instantaneu.

Scanned with OKEN Scanner

portofoliu câte sunt necesare pentru a-l „reechilibra" şi a-l readuce la proporţiile iniţiale, respectiv 70%-30%. Important este să faceţi această reechilibrare cu răbdare, după un program previzibil – nu atât de des încât să înnebuniţi şi nu atât de rar încât proporţia iniţială să nu mai poată fi restabilită. Vă recomand să faceţi reechilibrarea o dată la şase luni, nu mai devreme, nu mai târziu, la date uşor de ţinut minte, cum ar fi Anul Nou sau ziua naţională.

DE CE *NU* 100% ACŢIUNI?

Graham vă sfătuieşte să nu ţineţi niciodată mai mult de 75% din capital în acţiuni. Dar oare *nimeni* n-ar trebui să-şi plaseze toţi banii în acţiuni? Pentru foarte puţini investitori, un portofoliu format numai din acţiuni poate fi ceva firesc. Sunteţi unul dintre aceştia dacă:

- aţi pus deoparte destui bani ca să vă puteţi întreţine familia cel puţin un an;
- veţi investi constant cel puţin în următorii 20 de ani;
- aţi supravieţuit perioadei de scădere a pieţei care a început în 2000;
- n-aţi vândut acţiuni în perioada de scădere a pieţei care a început în 2000;
- aţi cumpărat mai multe acţiuni în perioada de scădere a pieţei care a început în 2000;
- aţi citit capitolul 8 din această carte şi aţi pus în aplicare un plan propriu-zis de control al comportamentului dumneavoastră de investitor.

Dacă nu îndepliniţi toate aceste criterii, nu aveţi niciun motiv să vă puneţi toţi banii în acţiuni. Cine a intrat în panică la ultima prăbuşire a pieţei va intra în panică şi la următoarea – şi va regreta că nu are o rezervă în numerar şi obligaţiuni.

Frumuseţea acestei reechilibrări periodice constă în faptul că vă obligă să luaţi decizii după un criteriu simplu, obiectiv – posed mai mult capital sub această formă decât îmi permite planul? – în loc să vă întrebaţi care va fi evoluţia ratelor dobânzilor sau dacă indicele Dow este pe punctul de a se prăbuşi. Unele companii care administrează fonduri mutuale, inclusiv T. Rowe Price, este posibil să introducă în

Scanned with OKEN Scanner

curând servicii care să reechilibreze automat portofoliul 401(k) la proporțiile prestabilite de dumneavoastră, astfel încât nu va mai trebui să luați niciodată o decizie în acest sens.

DETALII CU PRIVIRE LA INVESTIȚIILE ÎN TITLURI PURTĂTOARE DE VENITURI

Pe vremea lui Graham, investitorii în obligațiuni aveau două variante de bază: impozabile sau neimpozabile, pe termen scurt sau pe termen lung. Astăzi există şi o a treia: obligațiuni sau fond de obligațiuni.

Impozabile sau neimpozabile? Ar trebui să cumpărați numai obligațiuni (municipale) neimpozabile din contul de pensie doar dacă vă încadrați în categoria persoanelor cu cele mai mici venituri impozabile.[6] Altfel, o parte prea mare din venitul adus de obligațiuni va ajunge la Fisc. Singurul loc în care ar trebui să vă țineți obligațiunile impozabile este contul de pensie 401(k) sau alt cont protejat, din care nu va trebui să plătiți impozit pentru venitul realizat – şi în care obligațiunile municipale nu-şi au locul, pentru că s-ar irosi avantajele fiscale oferite de acestea.[7]

Pe termen scurt sau pe termen lung? Obligațiunile şi ratele dobânzilor se află la capetele unui balansoar: când ratele dobânzilor cresc, prețurile obligațiunilor scad – deşi prețul unei obligațiuni pe termen scurt scade mult mai puțin decât cel al unei obligațiuni pe termen lung. Pe de altă parte, când ratele dobânzilor scad, prețurile obligațiunilor cresc – iar cel al obligațiunilor pe termen lung mai mult

---

[6] În anul fiscal 2003, venitul minim pentru care se plăteşte impozit federal este de 28.400 $ în cazul persoanelor necăsătorite şi de 47.450 $ pentru persoanele căsătorite (care completează împreună declarația de venit).

[7] Două calculatoare online care vă vor ajuta să comparați venitul net al obligațiunilor municipale cu cel al obligațiunilor impozabile pot fi găsite la www.investingbonds.com/cgi-bin/calculator.pl şi la www.lebentahl.com/index_infocenter.html. Pentru a stabili dacă este bine să investiți în obligațiuni municipale, aflați cu ajutorul acestor calculatoare „randamentul echivalent impozabil" („taxable equivalent yield") şi apoi comparați valoarea obținută cu randamentul curent al obligațiunilor de tezaur (http://money.cnn.com/markets/bondcenter/ sau www.bloomberg.com/markets/C13.html). Dacă randamentul obligațiunilor de tezaur este mai mare decât randamentul echivalent impozabil, nu este bine să investiți în obligațiuni municipale. În orice caz, fiți atenți că obligațiunile municipale şi fondurile produc venituri mai mici şi fluctuații mai mari ale prețurilor în comparație cu majoritatea obligațiunilor impozabile. De asemenea, impozitul minim alternativ, pe care-l plătesc în prezent mulți americani cu venituri medii, poate anula avantajele obligațiunilor municipale.

Scanned with OKEN Scanner

decât cel al obligațiunilor pe termen scurt.[8] Puteți reduce diferența la jumătate pur şi simplu cumpărând obligațiuni pe termen mediu cu scadența între 5 şi 10 ani – al căror preț nu creşte foarte mult, dar nici nu scade foarte mult în funcție de evoluția celuilalt factor. Pentru majoritatea investitorilor, obligațiunile pe termen mediu sunt varianta cea mai simplă, ele permițându-vă să renunțați la a mai face pronosticuri în privința ratelor dobânzilor.

Obligațiuni sau fonduri de obligațiuni? Cum obligațiunile se vând în general în loturi de 10.000 $ şi aveți nevoie de cel puțin 10 obligațiuni diferite pentru a vă proteja împotriva riscului ca emitentul uneia dintre ele să dea faliment, este normal să cumpărați obligațiuni doar dacă aveți de investit cel puțin 100.000 $. (Singura excepție o constituie obligațiunile emise de Trezoreria SUA, care sunt protejate împotriva riscului de neplată de chiar guvernul american.)

Fondurile de obligațiuni oferă posibilitatea unei diversificări ieftine şi simple, pe lângă avantajul unui venit lunar, pe care-l puteți reinvesti în fond la randamentele curente fără să plătiți vreun comision. În cazul majorității investitorilor, fondurile de obligațiuni dau un randament cu mult superior celui pe care-l dau obligațiunile individuale (cele mai importante excepții sunt titlurile de valoare emise de Trezorerie şi unele obligațiuni municipale). Firme mari precum Vanguard, Fidelity, Schwab şi T. Rowe Price oferă o gamă largă de fonduri de obligațiuni la un cost scăzut.[9]

Variantele pe care le au la dispoziție investitorii în obligațiuni s-au înmulțit asemenea ciupercilor după ploaie şi de aceea va trebui să actualizăm lista lui Graham. În 2003, ratele dobânzilor au scăzut atât de mult, încât investitorii tânjesc după randamente mari. Există însă posibilități de a vă mări venitul obținut în prezent din dobândă fără să vă asumați un risc prea mare.[10] În figura 4-1 se prezintă argumentele pro şi contra.

Acum să analizăm câteva tipuri de investiții în obligațiuni care pot răspunde unor nevoi speciale.

---

[8] O excelentă introducere în sfera investițiilor în obligațiuni se poate găsi la www.//flagship.vanguard.com/web/planret/AdvicePTIBInvestmentsInvestingInBonds.htm#InterestRates. Pentru o explicație şi mai simplă a tranzacțiilor cu obligațiuni, a se vedea http://money.cnn.com/pf/101/lessons/7/. Crearea unui portofoliu „în trepte", cuprinzând obligațiuni cu diverse scadențe, este o altă modalitate de protecție împotriva riscului de variație a ratei dobânzii.

[9] Pentru mai multe informații, a se vedea www.vanguard.com, www.fidelity.com, www.schwab.com şi www.troweprice.com.

[10] Un rezumat accesibil online al tranzacțiilor cu obligațiuni se găseşte la www.aaii.com/promo/20021118/bonds.shtml.

Scanned with OKEN Scanner

NUMERARUL NU ESTE DE LEPĂDAT

Cum puteţi realiza un venit mai mare din numerarul dumneavoastră? Investitorul inteligent ar trebui să se gândească să renunţe la certificatele de depozit bancar sau la conturile de pe piaţa monetară – care în ultima vreme au dat un randament mai slab – şi să investească într-unul dintre aceste echivalente ale numerarului:

Titlurile de trezorerie, ca obligaţii de plată ale guvernului american, nu presupun teoretic niciun risc – deoarece, ca să nu ajungă în imposibilitatea de a-şi achita datoriile, Unchiul Sam poate pur şi simplu să mărească impozitele sau să tipărească la discreţie alţi bani. Bonurile de tezaur au scadenţa la 4, 13 sau 26 de săptămâni. Pentru că au scadenţe foarte scurte, bonurile de tezaur abia dacă sunt afectate în momentul în care creşterea ratelor dobânzilor determină scăderea preţurilor altor titluri purtătoare de venit; titlurile de trezorerie pe termen lung sunt însă puternic afectate de creşterea ratelor dobânzilor. Venitul din dobânda adusă de titlurile de trezorerie este în general exceptat de la plata impozitului statal (nu şi federal) pe venit. Iar în condiţiile în care 3.700 de miliarde $ se află în mâini publice, piaţa titlurilor de trezorerie este imensă, aşa încât puteţi găsi cu uşurinţă un cumpărător dacă aveţi nevoie de bani înainte de scadenţă. Puteţi cumpăra bonuri de tezaur, certificate pe termen scurt şi obligaţiuni pe termen lung direct de la stat, fără taxe de brokeraj, de pe site-ul www.publicdebt.treas.gov. (Pentru mai multe informaţii despre titlurile de trezorerie protejate la inflaţie, a se vedea comentariul la capitolul 2.)

Obligaţiunile de tezaur pentru economii, spre deosebire de titlurile de tezaur, nu sunt vandabile; nu le puteţi vinde unui alt investitor şi nu veţi beneficia de dobânda pe trei luni dacă le răscumpăraţi după mai puţin de cinci ani. Astfel, ele sunt potrivite mai ales ca „bani puşi deoparte", meniţi să satisfacă o nevoie financiară viitoare – un cadou făcut la o ceremonie religioasă care va avea loc peste mai mulţi ani sau începutul unui plan de economii care-l vor ajuta pe copilul dumneavoastră abia născut să ajungă la Harvard. Ele au valori nominale mici, de până la 25 $, ceea ce face din ele un cadou ideal pentru nepoţi. Pentru investitorii care-şi permit să nu se atingă de nişte bani în anii următori, „obligaţiunile I" protejate la inflaţie au oferit în ultima vreme un randament atrăgător de circa 4%. Pentru a afla mai multe informaţii, vizitaţi www.savingsbonds.gov.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 4-1. Gama largă a obligațiunilor disponibile

Tipul	Scadența	Valoarea minimă a achiziției	Riscul de neplată	Riscul produs de creșterea ratei dobânzii	Posibilitatea vânzării înainte de scadență	Scutite de la majoritatea impozitelor statale pe venit?	Scutite de la impozitul federal pe venit?	Valoare de referință	Randament 31.12.2002
Bonuri de tezaur	Sub un an	1.000 $ (D)	Extrem de mic	Foarte mic	Mare	D	N	90 de zile	1,2
Certificate de trezorerie	1-10 ani	1.000 $ (D)	Extrem de mic	Moderat	Mare	D	N	5 ani	2,7
								10 ani	3,8
Obligațiuni de tezaur	Peste 10 ani	1.000 $ (D)	Extrem de mic	Mare	Mare	D	N	30 de ani	4,8
Obligațiuni de tezaur pentru economii	Până la 30 de ani	25 $ (D)	Extrem de mic	Foarte mic	Mică	D	N	Obligațiunile din seria EE cumpărate după mai 1995	4,2
Certificate de depozit	1 lună-5 ani	De obicei 500 $	Foarte mic; asigurat până la 100.000 $	Mic	Mică	N	N	Media nat. pe 1 an	1,5
Fonduri de pe piața monetară	397 de zile sau mai puțin	De obicei 2.500 $	Foarte mic	Mic	Mare	N	N	Media impozabilă de pe piața monetară	0,8
Titluri ipotecare	1-30 de ani	2.000 $-3.000 $ (F)	În general moderat, dar poate fi mare	Moderat spre mare	Moderată spre mică	N	N	Indicele Lehman Bros. MBS	4,6

Scanned with OKEN Scanner

Obligaţiuni municipale	1-30 de ani sau mai mult	5.000 $ (D); 2.000 $-3.000 $ (F)	În general moderat, dar poate fi mare	Moderat spre mare	Moderată spre mică	N	D	Media National Long-Term Mutual Fund	4,3
Acţiuni privilegiate	Nedefinită	Niciuna	Mare	Mare	Moderată spre mică	N	N	Niciuna	Foarte variabil
Obligaţiuni cu randament mare („inferioare")	7-20 de ani	2.000 $-3.000 $ (F)	Mare	Moderat	Mică	N	N	Indicele Merrill Lynch High Yield	11,9
Titluri ale pieţelor emergente	Maxim 30 de ani	2.000 $-3.000 $ (F)	Mare	Moderat	Mică	N	N	Media fondurilor oblig. p-ţe. emerg.	8,8

Surse: Bankrate.com, Bloomberg, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morningstar, www.savingsbonds.gov.

Note: (D) – cumpărate direct, (F) – cumpărate prin intermediul unui fond de investiţii. „Posibilitatea vânzării înainte de scadenţă" indică uşurinţa cu care puteţi vinde titlurile la un preţ corect înainte de scadenţă; fondurile mutuale oferă de regulă o posibilitate mai mare de vânzare în comparaţie cu obligaţiunile individuale. Titlurile fondurilor de pe piaţa monetară sunt asigurate de guvernul federal până la valoarea de 100.000 $ dacă sunt cumpărate de la o bancă membră a FDIC (Federal Deposit Insurance Corporation – Corporaţia Federală pentru Garantarea Depozitelor), altfel nu poartă decât o promisiune implicită privind nediminuarea valorii. Plata impozitului federal pe venit la obligaţiunile de tezaur pentru economii este amânată până la răscumpărare sau scadenţă. Obligaţiunile municipale sunt în general exceptate de la plata impozitului statal pe venit doar în statul în care au fost emise.

Scanned with OKEN Scanner

LĂSÂNDU-L LA O PARTE PE UNCHIUL SAM

Titlurile ipotecare. Având la bază mii de ipoteci de pe întregul teritoriu al SUA, aceste obligaţiuni sunt emise de agenţii precum Asociaţia Federală a Ipotecilor Naţionale („Fannie Mae") sau Asociaţia Guvernamentală a Ipotecilor Naţionale („Ginnie Mae"). Cu toate acestea, ele nu sunt garantate de Trezoreria SUA, prin urmare au un randament superior care reflectă riscul mai mare asumat de investitor. Obligaţiunile ipotecare au în general un randament mai slab atunci când ratele dobânzilor scad şi un randament foarte bun când acestea cresc. (Pe termen lung, aceste oscilaţii tind să se repartizeze în mod uniform, rezultând un randament mediu superior.) Fonduri de obligaţiuni ipotecare de bună calitate sunt gestionate de Vanguard, Fidelity şi Pimco. Dacă însă un broker încearcă vreodată să vă vândă o obligaţiune ipotecară individuală sau o „obligaţie ipotecară garantată", spuneţi-i că întârziaţi la un consult la cabinetul de proctologie.

Anuităţile. Aceste plasamente asemănătoare asigurărilor vă permit să amânaţi plata impozitelor curente şi să vă asiguraţi o sursă de venit după pensionare. Anuităţile fixe oferă un randament prestabilit; cele variabile, un randament oscilant. În acest caz însă, investitorul defensiv trebuie să se ferească de fapt de agenţii de asigurări, agenţii de bursă şi specialiştii foarte agresivi în planificare financiară care vând anuităţi la costuri exorbitante. În majoritatea situaţiilor, neajunsurile însemnate aferente deţinerii unei anuităţi – inclusiv „taxele de renunţare" care se percep dacă vreţi să vă recuperaţi banii mai repede – sunt cu mult mai mari decât avantajele. Puţinele anuităţi de calitate se cumpără, nu se vând; dacă o anuitate îi aduce vânzătorului comisioane grase, sunt şanse ca ea să-i aducă cumpărătorului câştiguri mai slabe. Aveţi în vedere numai acele anuităţi pe care le puteţi procura direct de la cei care le oferă cu costuri minime, precum Ameritas, TIAA-CREF sau Vanguard.[11]

---

[11] În general, anuităţile variabile nu sunt atrăgătoare pentru investitorii sub 50 de ani care se aşteaptă să se încadreze într-o categorie superioară de impozit la vârsta pensionării sau care nu au realizat deocamdată contribuţia maximă la conturile 401(k) sau IRA. Anuităţile fixe (cu excepţia notabilă a celor oferite de TIAA-CREF) îşi pot modifica randamentele „garantate" şi vă pot pricopsi cu taxe de renunţare foarte mari. Pentru o analiză detaliată şi obiectivă a anuităţilor, a se vedea două articole excelente scrise de Walter Updegrave: „Income for Life", *Money*, iulie 2002, pp. 89-96, şi „Annuity Buyer's Guide", *Money*, noiembrie 2002, pp. 104-110.

Scanned with OKEN Scanner

Acțiunile privilegiate. Acțiunile privilegiate sunt investiția cel mai puțin recomandată. Sunt mai puțin sigure decât obligațiunile, căci oferă numai un drept secundar de despăgubire din valorificarea activelor unei companii în cazul în care aceasta dă faliment, şi apoi au un potențial de profit mai mic decât cel al acțiunilor ordinare, căci companiile îşi „retrag" (sau răscumpără în mod forțat) acțiunile privilegiate când ratele dobânzilor scad sau cota de solvabilitate creşte. Spre deosebire de dobânda pe care o plăteşte la majoritatea obligațiunilor sale, compania emitentă nu poate deduce din impozitul datorat de ea dividendul aferent acțiunilor privilegiate. Puneți-vă următoarea întrebare: dacă această companie este suficient de viabilă ca să merite banii investiți de mine, atunci de ce plăteşte dividende grase la acțiunile privilegiate în loc să emită obligațiuni şi să beneficieze de deduceri fiscale? Răspunsul probabil este acela că firma respectivă nu este viabilă, cererea pentru obligațiunile acesteia este prea mică, iar dumneavoastră ar trebui să vă uitați la acțiunile ei privilegiate ca şi cum v-ați uita la un peşte mort decongelat.

Acțiunile ordinare. În urma unei vizite efectuate la adresa de Internet http://screen.yahoo.com/stocks.html la începutul anului 2003, am aflat că 115 dintre acțiunile care alcătuiesc indicele Standard & Poor's 500 aveau un randament al dividendului de cel puțin 3%. Niciun investitor inteligent, oricât de ahtiat de câştig, n-ar cumpăra o acțiune doar pentru dividendul pe care-l aduce; compania şi afacerile acesteia trebuie să fie solide, iar prețul acțiunilor ei trebuie să fie rezonabil. Mulțumită însă perioadei de scădere a pieței care a început în 2000, unele dintre acțiunile reprezentative dau acum un randament mai mare decât cel al obligațiunilor de tezaur. Prin urmare, şi cel mai defensiv investitor ar trebui să-şi dea seama că adăugarea selectivă a unor acțiuni la un portofoliu format în totalitate sau în cea mai mare parte din obligațiuni poate *mări* câştigul adus de acesta – şi creşte randamentul lui potențial.[12]

[12] Pentru mai multe informații despre rolul dividendelor într-un portofoliu, a se vedea capitolul 19.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 5

Investitorul defensiv şi acţiunile ordinare

Meritele acţiunilor ordinare ca plasamente financiare

În prima ediţie a cărţii noastre (apărută în 1949), am considerat necesar să inserăm în acest moment o lungă expunere a argumentelor favorabile rezervării unei cote substanţiale din orice portofoliu de investiţii acţiunilor ordinare.* Acţiunile ordinare erau considerate în general un plasament cu o notă speculativă accentuată şi deci un plasament nesigur; preţul lor scăzuse destul de mult de la valorile ridicate înregistrate în 1946, dar în loc să-i atragă pe investitori datorită preţurilor rezonabile, această scădere avusese un efect contrar, reducând încrederea în asemenea titluri de valoare. Am analizat situaţia inversă care a apărut în următorii 20 de ani, când creşterea substanţială a preţurilor acţiunilor a făcut ca ele să pară nişte investiţii sigure şi profitabile, acestea înregistrând valori-record care puteau atrage de fapt un grad considerabil de risc.†

Argumentul formulat de noi în 1949 în favoarea acţiunilor ordinare s-a învârtit în jurul a două idei principale. Prima a fost aceea că ele au oferit o protecţie considerabilă împotriva scăderii valorii banilor investiţi ca urmare a inflaţiei, în vreme ce obligaţiunile n-au oferit

---

* La începutul lui 1949, randamentul mediu anual realizat de acţiuni în ultimii 20 de ani a fost de 3,1%, faţă de 3,9% cât a fost cel al obligaţiunilor de tezaur pe termen lung – ceea ce înseamnă că 10.000 $ investiţi în acţiuni s-ar fi transformat, la finele acelei perioade, în 18.415 $, pe când aceeaşi sumă investită în obligaţiuni ar fi ajuns să reprezinte 21.494 $. Este foarte adevărat că anul 1949 s-a dovedit a fi un an excelent pentru investiţiile în acţiuni: în următorul deceniu, indicele bursier Standard & Poor's 500 a crescut în medie cu 20,1% pe an, unul dintre cele mai mari randamente pe termen lung înregistrate în istoria pieţei bursiere din SUA.

† Observaţiile făcute de Graham cu privire la acest subiect se găsesc la pp. 20-21. Închipuiţi-vă numai ce-ar fi crezut el despre piaţa bursieră de la sfârşitul anilor 1990, când fiecare nou nivel-record era considerat o altă „dovadă" a faptului că investiţiile în acţiuni reprezintă cel mai puţin riscantă cale de îmbogăţire!

Scanned with OKEN Scanner

niciun fel de protecţie. Cel de-al doilea avantaj al acţiunilor ordinare l-a reprezentat randamentul mediu superior realizat de investitori de-a lungul anilor. Acesta s-a datorat atât dividendului mediu superior câştigului adus de obligaţiunile de bună calitate, cât şi tendinţei latente de creştere a valorii de piaţă de-a lungul anilor ca urmare a reinvestirii profiturilor nedistribuite.

Deşi aceste două avantaje au avut o importanţă deosebită – şi au asigurat acţiunilor ordinare un randament cu mult mai mare pe termen lung decât cel înregistrat de obligaţiuni – am atras permanent atenţia asupra faptului că investitorul în acţiuni le-ar putea pierde dacă va plăti un preţ prea mare. Aşa s-a întâmplat în mod evident în 1929, trebuind să treacă 25 de ani pentru ca nivelul pieţei să revină la înălţimea de la care s-a prăbuşit în 1929-1932.* Începând cu 1957, din cauza preţurilor mari, acţiunile ordinare şi-au pierdut încă o dată avantajul tradiţional oferit de randamentul dividendelor în faţa ratelor dobânzilor aferente obligaţiunilor.† Rămâne de văzut dacă inflaţia şi

---

* Indicele Dow Jones Industrial Average a închis la un maxim pe atunci de 381,17 pe 3 septembrie 1929. El n-a mai închis peste acest nivel până pe 23 noiembrie 1954 – după mai mult de un sfert de secol – când a atins valoarea de 382,74. (Când spuneţi că vreţi să deţineţi acţiuni „pe termen lung", vă daţi seama cât de lung poate fi acest termen lung – sau că mulţi investitori care au cumpărat în 1929 nici măcar nu mai trăiau în 1954?) Pentru investitorii răbdători însă, care şi-au reinvestit venitul, randamentul acţiunilor a fost pozitiv în această perioadă, altfel sumbră, pur şi simplu datorită faptului că randamentul mediu al dividendelor a fost mai mare de 5,6% pe an. Potrivit profesorilor Elroy Dimson, Paul Marsh şi Mike Staunton de la London Business School, dacă aţi fi investit 1 $ în acţiuni americane în 1900 şi aţi fi cheltuit toate dividendele încasate, acţiunile deţinute de dumneavoastră ar fi valorat 198 $ în 2000. Dar dacă aţi fi reinvestit toate dividendele, acţiunile ar fi valorat 16.797 $! Departe de a fi un gând întârziat, dividendele sunt cea mai mare forţă din sfera investiţiilor în acţiuni.

† De ce „preţurile mari" ale acţiunilor afectează randamentul dividendelor acestora? Randamentul acţiunilor este raportul dintre dividend şi preţul unei acţiuni. Dacă o companie plăteşte un dividend anual de 2 $ când preţul unei acţiuni proprii este de 100 $, randamentul acesteia este de 2%. Dacă însă preţul acţiunilor se dublează în timp ce dividendul rămâne acelaşi, randamentul dividendului scade la 1%. În 1959, când tendinţa identificată de Graham în 1957 a devenit evidentă pentru toată lumea, majoritatea experţilor de pe Wall Street au declarat că aceasta nu avea cum să dureze. Acţiunile nu mai avuseseră niciodată până atunci un randament inferior celui al obligaţiunilor; în definitiv, acţiunile fiind mai riscante decât obligaţiunile, de ce le-ar cumpăra cineva dacă n-ar aduce un venit suplimentar care să compenseze riscul lor superior?

Scanned with OKEN Scanner

creşterea economică vor suplini în viitor această evoluție nefavorabilă semnificativă.

Cititorului ar trebui să-i fie limpede faptul că, la nivelul DJIA de 900 de la sfârşitul anului 1971, acțiunile ordinare în general nu ne interesează. Din motive specificate deja,* considerăm că din portofoliul investitorului defensiv nu poate să lipsească o parte apreciabilă formată din acțiuni ordinare, chiar dacă acesta trebuie să le considere răul cel mai mic dintre două lucruri rele – cel mai mare fiind riscurile aferente unui portofoliu format doar din obligațiuni.

Reguli cu privire la partea formată din acțiuni ordinare

Alegerea acțiunilor ordinare care intră în alcătuirea portofoliului investitorului defensiv trebuie să fie o problemă relativ simplă. În continuare vă recomandăm să respectați următoarele patru reguli:

1. Trebuie să existe o diversificare adecvată, însă nu prea mare. Aceasta ar putea însemna minimum zece acțiuni diferite şi maximum treizeci.†

2. Fiecare companie selectată trebuie să fie mare, proeminentă şi să fie finanțată cu moderație. Oricât de vagi trebuie să vi se pară aceste adjective, semnificația lor generală este limpede. Observațiile cu privire la acest aspect sunt adăugate la sfârşitul capitolului.

3. Fiecare companie trebuie să fi plătit dividende câțiva ani buni la rând. (Toate acțiunile din componența indicelui Dow Jones Industrial Average îndeplineau acest criteriu în 1971.) Ca să fim mai exacți, recomandăm ca plata dividendelor să se fi făcut continuu începând cel puțin cu anul 1950.**

Experții au afirmat că obligațiunile vor da un randament mai mare în comparație cu acțiunile vreme de cel mult câteva luni, după care lucrurile vor reveni la „normal". După mai mult de patru decenii, relația n-a revenit încă la normal; randamentul acțiunilor a continuat (până acum) să rămână sub cel al obligațiunilor.

* A se vedea p. 60 şi 91-92.

† O altă părere cu privire la diversificare este expusă în caseta cuprinsă în comentariul la capitolul 14 (pp. 385-386).

** Investitorul defensiv de astăzi ar trebui probabil să insiste pe cel puțin 10 ani de plată permanentă a dividendelor (ceea ce ar scoate din considerare doar un membru al coşului Dow Jones Industrial Average – Microsoft – şi ar lăsa la alegerea acestuia cel puțin 317 acțiuni din coşul indicelui S & P 500).

Scanned with OKEN Scanner

4. Investitorul trebuie să impună o anumită limită preţului pe care-l va plăti pentru un pachet de acţiuni în raport cu profitul mediu din, să zicem, ultimii şapte ani. Recomandăm ca această limită să reprezinte de 25 de ori valoarea acestui profit mediu şi nu mai mult de 20 de ori valoarea celor din ultimele douăsprezece luni. O asemenea restricţie ar elimina însă din portofoliu aproape toate companiile foarte puternice şi foarte cunoscute. Ar fi exclusă în special practic întreaga categorie a „acţiunilor în creştere", care, de ceva ani, sunt preferatele atât ale speculatorilor, cât şi ale investitorilor instituţionali. Trebuie să explicăm de ce propunem o restricţie atât de drastică.

Acţiunile în creştere şi investitorul defensiv

Termenul „acţiune în creştere" se referă la o acţiune al cărei profit pe titlu a crescut în trecut într-un ritm cu mult superior celui înregistrat în general de acţiunile ordinare şi care este de aşteptat să continue să crească în viitor. (Potrivit unor autorităţi, o adevărată acţiune în creştere ar trebui ca, în următorii zece ani, să-şi dubleze cel puţin profitul estimat pe titlu – adică acesta să crească într-un ritm anual compus de peste 7,1%.)* Acţiuni de acest fel prezintă în mod evident interes pentru cei dornici să le cumpere şi să le păstreze, cu condiţia ca preţul plătit să nu fie prea mare. Aceasta este, bineînţeles, problema, căci acţiunile în creştere se vând de multă vreme la nişte preţuri mari în raport cu profiturile curente şi la preţuri de câteva ori mai mari decât profitul mediu înregistrat într-o perioadă anterioară. Astfel a apărut un element speculativ de mare importanţă în peisajul acţiunilor în creştere, care a făcut din operaţiunile reuşite realizate în acest domeniu o chestiune deloc simplă.

Cele mai reprezentative acţiuni în creştere sunt de multă vreme cele emise de International Business Machines, acestea răsplătindu-i

---

Chiar 20 de ani de plată neîntreruptă a dividendelor n-ar fi un criteriu prea restrictiv; potrivit specialiştilor de la Morgan Stanley, 255 de companii din coşul S & P 500 îndeplineau acest criteriu la sfârşitul anului 2002.

* „Regula lui 72" este o tehnică mintală foarte utilă. Pentru a estima timpul în care se dublează o sumă de bani, împărţiţi pur şi simplu ritmul de creştere prezumat la 72. De pildă, la 6%, suma se va dubla în 12 ani (72 : 6 = 12). La ritmul de 7,1% amintit de Graham, o acţiune în creştere îşi va dubla profitul după ceva mai mult de 10 ani (72/7,1 = 10,1 ani).

Scanned with OKEN Scanner

din plin pe cei care le-au cumpărat cu ani în urmă şi care le-au păstrat cu perseverenţă. Am arătat însă deja* că aceste „preferate dintre acţiunile ordinare" au pierdut de fapt 50% din preţul de piaţă în cele şase luni de declin din perioada 1961-1962 şi aproape acelaşi procentaj în perioada 1969-1970. Alte acţiuni în creştere au fost şi mai vulnerabile la evoluţiile nefavorabile; în unele cazuri, nu numai că preţul a scăzut la loc, ci şi profiturile au scăzut, provocând astfel o dublă frustrare posesorilor lor. Un alt exemplu relevant pentru situaţia de faţă sunt acţiunile Texas Instruments, care, în şase ani, au crescut de la 5 la 256, fără să se plătească vreun dividend, în vreme ce profitul pe acţiune a crescut de la 40 de cenţi la 3,91 $. (De remarcat că preţul a crescut de cinci ori mai repede decât profitul; acest fapt este caracteristic acţiunilor ordinare foarte căutate.) După doi ani însă, profitul a scăzut cu aproape 50%, iar preţul cu *patru cincimi*, la 49.†

Cititorul va înţelege din aceste exemple de ce considerăm că acţiunile în creştere în ansamblu sunt un instrument financiar prea nesigur şi riscant pentru investitorul defensiv. Bineînţeles că, cu nişte acţiuni bine alese, cumpărate la preţurile potrivite şi vândute ulterior după o ascensiune puternică şi înainte de un declin probabil, se pot face minuni. Investitorul obişnuit însă nu se mai poate aştepta la aşa ceva tot aşa cum nu se poate aştepta să găsească bani crescând în copaci. În schimb noi credem că grupul marilor companii care sunt relativ necunoscute, şi deci realizează multiplicatori ai profitului** rezonabili, oferă marelui public variante viabile, chiar dacă nu

---

* Graham subliniază acest lucru la p. 76.

† Pentru a vă demonstra că observaţiile lui Graham rămân valabile de-a lungul timpului, putem înlocui IBM cu Microsoft şi Texas Instruments cu Cisco. La distanţă de treizeci de ani, rezultatele sunt ciudat de asemănătoare: acţiunile Microsoft au scăzut cu 55,7% între 2000 şi 2002, în vreme ce acţiunile Cisco – al căror preţ a crescut de vreo 50 de ori în anteriorii şase ani – au pierdut 76% din valoare în perioada 2000-2002. La fel ca în cazul Texas Instruments, scăderea preţului acţiunilor Cisco a fost mai mare decât cea a profitului, care a scăzut cu numai 39,2% (comparând media pe trei ani, din perioada 1997-1999, cu cea din perioada 2000-2002). Ca întotdeauna, cu cât sunt mai căutate, cu atât prăbuşirea este mai puternică.

** „Multiplicatorul profitului" este sinonim cu raportul PP sau preţ-profit, care arată cât sunt dispuşi investitorii să plătească pentru o acţiune ţinând cont de rentabilitatea afacerii de bază. (A se vedea nota de subsol † de la p. 73 din capitolul 3.)

Scanned with OKEN Scanner

extraordinare. Vom ilustra această idee în capitolul dedicat de noi selecţiei titlurilor care formează portofoliul.

Modificările aduse portofoliului

Se obişnuieşte ca lista tuturor titlurilor de valoare să fie revizuită periodic pentru a vedea dacă este posibilă îmbunătăţirea calităţii acestora. Aceasta este, bineînţeles, o componentă importantă a ofertei de servicii prestate clienţilor de consilierii de plasamente financiare. Aproape toate casele de brokeraj sunt dispuse să facă recomandări corespunzătoare, fără plata unei taxe speciale, în schimbul comisionului aferent tranzacţiei. Unele case de brokeraj percep taxe pentru serviciile de investiţii.

Probabil că investitorul nostru defensiv ar trebui să ceară – cel puţin o dată pe an – acelaşi gen de sfaturi cu privire la modificările pe care ar trebui să le aducă portofoliului său ca şi cele cerute în momentul alcătuirii iniţiale a acestuia. Cum nu se va putea baza pe cine ştie ce cunoştinţe de specialitate, este esenţial ca el să aibă încredere doar în firmele cu cea mai bună reputaţie; altfel, poate ajunge foarte uşor pe mâna unor incompetenţi sau a unora lipsiţi de scrupule. În orice caz, este important ca, la fiecare consultare de acest fel, să-i spună clar consilierului că vrea să respecte întru totul cele patru reguli ale selecţiei acţiunilor ordinare prezentate mai înainte în acest capitol. Apropo, dacă acestea au fost alese în mod adecvat de prima oară, n-ar trebui să fie necesară modificarea frecventă sau substanţială a portofoliului.*

Strategia plasamentelor constante

Bursa de Valori New York a depus eforturi considerabile pentru a-şi populariza „planul de achiziţii lunare", în virtutea căruia un investitor alocă în fiecare lună aceeaşi sumă de bani cumpărării unuia

---

* Investitorii pot acum să-şi creeze propriul sistem automat de urmărire a calităţii plasamentelor folosind programele de urmărire interactivă de pe site-uri precum www.quicken.com, moneycentral.msn.com, finance.yahoo.com şi www.morningstar.com. Graham ne-ar atrage însă atenţia să nu ne bazăm doar pe un asemenea sistem; pe lângă programele informatice, trebuie să vă folosiţi propria judecată.

Scanned with OKEN Scanner

sau mai multor pachete de acţiuni. Aceasta reprezintă o aplicaţie specială a metodei de „investire pe baza unei formule" cunoscute sub denumirea de strategie a plasamentelor constante. În perioada de ascensiune predominantă a pieţei începută în 1949, rezultatele aplicării unui asemenea procedeu erau cu siguranţă extrem de satisfăcătoare, mai ales pentru că-l împiedica pe cel care-l practica să-şi concentreze operaţiunile de cumpărare în momentele nepotrivite.

În amplul studiu dedicat planurilor de investiţii bazate pe formule,[1] Lucile Tomlinson a prezentat un calcul al rezultatelor aplicării strategiei plasamentelor constante la coşul acţiunilor care alcătuiesc indicele Dow Jones. Au fost efectuate teste privind achiziţiile realizate în 23 de perioade de câte zece ani, prima încheindu-se în 1929, iar ultima, în 1952. Fiecare test a indicat un profit fie la încheierea perioadei de achiziţii, fie în următorii cinci ani de la efectuarea acestora. Profitul mediu rezultat la sfârşitul celor 23 de perioade de achiziţii a fost de 21,5%, excluzând dividendele încasate. Este inutil să mai spunem că, în unele situaţii, a existat o depreciere temporară substanţială a valorii de piaţă. Doamna Tomlinson îşi încheie analiza dedicată acestei extrem de simple formule de investiţii cu o afirmaţie şocantă: „Nimeni n-a descoperit deocamdată o altă formulă de investire care să poată fi folosită cu atâta încredere în ceea ce priveşte succesul final, indiferent ce se întâmplă cu preţurile titlurilor, ca strategia plasamentelor constante."

Se poate obiecta că, deşi viabilă în principiu, strategia plasamentelor constante este destul de nerealistă în practică, din cauză că puţini oameni sunt atât de avuţi încât să poată investi anual în acţiuni ordinare aceeaşi sumă de bani timp de, să zicem, 20 de ani. Mie mi se pare că această obiecţie îndreptăţită şi-a pierdut în mare măsură valabilitatea în ultimii ani. Acţiunile ordinare ajung să fie general acceptate ca o componentă necesară a unui program viabil de economisire şi investiţii. Astfel, achiziţiile sistematice şi uniforme de acţiuni ordinare pot să nu pună probleme psihologice şi financiare mai mari decât cele pe care le pun plăţile permanente făcute cu achiziţionarea de obligaţiuni de tezaur pentru economisire şi cu asigurările de viaţă – cărora ar trebui să le fie complementare. Suma cheltuită lunar poate fi mică, însă rezultatele obţinute după 20 de ani sau mai mult pot fi impresionante şi semnificative pentru cel care economiseşte.

Scanned with OKEN Scanner

Situaţia personală a investitorului

La începutul acestui capitol ne-am referit pe scurt la situaţia celui care posedă un portofoliu. Să ne întoarcem la această problemă şi s-o abordăm din perspectiva analizei pe care o vom face ulterior politicii generale. În ce măsură ar trebui să depindă tipul titlurilor de valoare alese de investitor de situaţia în care se găseşte el? Ca exemple concrete reprezentând condiţii foarte diferite, vom lua: 1) o văduvă căreia i-au rămas 200.000 $ cu care să-şi întreţină copiii şi să se întreţină pe sine; 2) un doctor de succes aflat la mijlocul carierei, având economii în valoare de 100.000 $, la care adaugă anual 10.000 $; 3) un tânăr care câştigă 200 $ pe săptămână şi economiseşte 1.000 $ pe an.*

Pentru văduvă, problema întreţinerii din venitul pe care-l obţine este extrem de dificilă. Pe de altă parte, nevoia de prudenţă în investiţiile pe care le face este esenţială. O împărţire aproximativ egală a capitalului ei între obligaţiuni SUA şi acţiuni ordinare de cea mai bună calitate reprezintă un compromis între aceste obiective şi corespunde recomandării generale adresate de noi investitorului defensiv. (Acţiunile pot reprezenta maximum 75% din portofoliu dacă investitorul este pregătit din punct de vedere psihologic pentru o asemenea decizie şi dacă poate fi aproape sigur că nu cumpără la un preţ prea mare. Cu siguranţă, *nu* este cazul pentru aşa ceva la începutul lui 1972.)

Nu excludem posibilitatea ca văduva să aibă calităţile unui investitor întreprinzător, caz în care obiectivele şi metodele ei vor fi complet diferite. Singurul lucru pe care văduva *nu* trebuie să-l facă este să-şi asume riscul unor speculaţii cu scopul de a „obţine un venit în plus". Prin aceasta înţelegem tentativa de a realiza profituri sau venituri mari fără a avea pregătirea necesară dobândirii unei încrederi depline în succesul general. Ar fi mult mai bine ca ea să retragă 2.000 $ pe an din capitalul investit, cu scopul de a-şi îndeplini ambele obiective, decât să rişte jumătate din acesta aventurându-se în afaceri fără o bază solidă, deci de natură speculativă.

Doctorul prosper nu resimte niciuna dintre presiunile şi constrângerile văduvei şi, cu toate acestea, noi credem că variantele pe care le are acesta sunt cam aceleaşi. Este el dispus să se implice serios în activitatea de investiţii? Dacă-i lipseşte impulsul sau flerul, ar face

---

* Pentru a actualiza cifrele lui Graham, sumele din această secţiune se vor înmulţi cu cinci.

Scanned with OKEN Scanner

mai bine să accepte rolul facil al investitorului defensiv. În acest caz, portofoliul său n-ar trebui să fie împărţit altfel decât cel al văduvei „tipice", el dispunând de aceeaşi marjă de manevră în ceea ce priveşte stabilirea ponderii acţiunilor. Economiile făcute anual ar trebui să fie investite în aproximativ aceleaşi proporţii ca şi fondul total.

În comparaţie cu văduva obişnuită, doctorul obişnuit poate avea şanse mai mari să aleagă să devină un investitor întreprinzător şi probabil că are şanse mai mari să-i reuşească acest lucru. Are însă un handicap important – faptul că poate dedica mai puţin timp instruirii în domeniul investiţiilor şi administrării fondurilor proprii. De fapt, medicii sunt cunoscuţi pentru eşecurile înregistrate în afacerile cu titluri de valoare. Cauza este aceea că au de regulă foarte multă încredere în inteligenţa lor şi vor foarte mult să obţină un câştig bun din banii pe care-i investesc, fără să-şi dea seama că, pentru a putea face asta, trebuie să acorde o atenţie considerabilă problemei respective şi, în acelaşi timp, să adopte o abordare profesionistă în ceea ce priveşte valoarea titlurilor.

În fine, tânărul care economiseşte 1.000 $ pe an – şi se aşteaptă să economisească din ce în ce mai mult – are aceleaşi variante la dispoziţie, deşi motivele sunt diferite. O parte a economiilor lui ar trebui să fie investită în obligaţiuni din seria E. Suma este atât de modestă, încât abia dacă merită ca el să îndure disciplina educaţională şi comportamentală necesară unui investitor agresiv. Astfel, simpla aplicare a programului recomandat de noi investitorului defensiv ar fi deocamdată soluţia cea mai facilă şi cea mai logică.

Ajunşi în acest punct, să nu ignorăm însă natura umană. Finanţele îi fascinează pe mulţi tineri străluciţi, cu mijloace limitate. Ei ar vrea să fie atât inteligenţi, cât şi întreprinzători atunci când îşi plasează economiile, chiar dacă venitul obţinut din investiţii este mult mai puţin important pentru ei decât salariile lor. Această atitudine este cu atât mai benefică. Este un mare avantaj ca tânărul capitalist să-şi înceapă devreme educaţia şi experienţa financiară. Dacă va deveni un investitor agresiv, va face în mod sigur unele greşeli şi va suferi unele pierderi. Tinerii pot trece peste aceste dezamăgiri şi pot profita de ele. Îl îndemnăm pe începătorul în ale plasamentelor financiare să nu-şi irosească energia şi banii încercând să bată piaţa. Să analizeze valoarea titlurilor şi să-şi testeze la început capacitatea de a discerne între preţ şi valoare investind sume cât mai mici cu putinţă.

Scanned with OKEN Scanner

Ne întoarcem astfel la afirmaţia făcută la început, potrivit căreia felul titlurilor de valoare care urmează a fi achiziţionate şi randamentul dorit depind nu de resursele financiare ale investitorului, ci de pregătirea financiară a acestuia din punctul de vedere al cunoştinţelor, experienţei şi temperamentului.

Notă cu privire la conceptul de „risc"

Se obişnuieşte să se spună că obligaţiunile de bună calitate sunt mai puţin riscante decât acţiunile privilegiate de bună calitate şi că acestea din urmă sunt mai puţin riscante decât acţiunile ordinare de bună calitate. De aici, prejudecata cunoscută faţă de acţiunile ordinare, care n-ar fi „sigure", demonstrată de sondajul realizat de Consiliul Rezervei Federale în 1948. Ar trebui să arătăm că termenii „risc" şi „siguranţă" se aplică titlurilor de valoare în două sensuri diferite, de unde şi confuzia în gândire.

O obligaţiune se dovedeşte a fi în mod clar nesigură dacă nu se achită dobânda sau capitalul investit. În mod asemănător, dacă o acţiune privilegiată sau chiar una ordinară se cumpără cu speranţa că va aduce în continuare un anumit randament al dividendului, atunci reducerea sau neplata dividendului este echivalentă cu nesiguranţa acesteia. Este adevărat de asemenea că o investiţie presupune un risc dacă există o posibilitate destul de mare ca posesorul să trebuiască să vândă într-un moment în care preţul este cu mult inferior costului.

Totuşi ideea de risc se aplică adeseori şi la o posibilă scădere a preţului unui titlu de valoare, chiar dacă scăderea poate avea un caracter ciclic, temporar şi chiar dacă posesorul este puţin probabil să fie obligat să vândă în asemenea momente. Aceste riscuri caracterizează toate titlurile de valoare, în afara obligaţiunilor de tezaur pentru economii emise în SUA, şi într-o mai mare măsură acţiunile ordinare în general decât emisiunile privilegiate considerate ca o clasă. Noi credem însă că în acest caz nu este vorba despre un risc în adevăratul sens al cuvântului. Cel care posedă o ipotecă pe o clădire ar putea fi obligat să accepte o pierdere substanţială dacă ar fi forţat s-o vândă într-un moment nefavorabil. Acest element nu este luat în considerare atunci când se apreciază siguranţa sau riscul ipotecilor imobiliare obişnuite, singurul criteriu fiind certitudinea plăţilor punctuale. În acelaşi fel, riscul asociat unei afaceri comerciale obişnuite se măsoară

Scanned with OKEN Scanner

în funcţie de posibilitatea de a pierde banii investiţi, nu de ceea ce s-ar întâmpla dacă proprietarul ar fi obligat să vândă.

În capitolul 8 vom supune atenţiei convingerea noastră potrivit căreia investitorul de bună-credinţă nu pierde bani doar pentru că preţul de piaţă al titlurilor sale scade; aşadar, faptul că se poate produce o scădere nu înseamnă că el se expune unui risc real de a-şi pierde banii. Dacă nişte investiţii în acţiuni ordinare atent selectate dau un randament general satisfăcător o perioadă destul de lungă, atunci aceste investiţii se dovedesc a fi „sigure". În acea perioadă, valoarea lor de piaţă fluctuează cu certitudine şi, după toate probabilităţile, preţul lor de vânzare va fi o vreme inferior celui plătit de cumpărător. Dacă, datorită acestui fapt, investiţia este „riscantă", atunci ar trebui să spunem că ea este riscantă şi sigură în acelaşi timp. Această confuzie poate fi evitată aplicând conceptul de risc exclusiv la o diminuare a valorii fie realizată printr-o vânzare efectivă, fie cauzată de o deteriorare semnificativă a situaţiei financiare a companiei – sau, de cele mai multe ori poate, rezultată din plata unui preţ prea mare în raport cu valoarea intrinsecă a titlului.[2]

Multe acţiuni ordinare chiar presupun riscul unei asemenea deteriorări. Potrivit tezei noastre însă, nişte investiţii efectuate cum trebuie în acţiuni ordinare nu suportă un risc semnificativ din acest punct de vedere şi deci n-ar trebui să fie considerate „riscante" doar din cauza fluctuaţiei preţurilor. Un asemenea risc există însă dacă sunt şanse ca preţul să se dovedească a fi în mod evident prea mare după criteriul valorii intrinseci – chiar dacă orice declin puternic al pieţei produs ulterior poate fi recuperat după mai mulţi ani.

Notă cu privire la categoria „companiilor mari, proeminente şi finanţate cu moderaţie"

Expresia citată în titlul nostru a fost folosită mai înainte în acest capitol când ne-am referit la felul acţiunilor ordinare la care ar trebui să se limiteze investitorii defensivi – de asemenea, cu condiţia ca ele să fi adus permanent dividende timp de mai mulţi ani. Un criteriu bazat pe adjective este întotdeauna ambiguu. Care este limita pentru mărime, proeminenţă şi moderaţia structurii financiare? Referitor la ultimul aspect, putem sugera un criteriu concret care, deşi arbitrar, este în concordanţă cu părerea acceptată. Finanţele unei companii

Scanned with OKEN Scanner

industriale nu sunt moderate dacă acţiunile ordinare (la valoarea contabilă) nu reprezintă cel puţin jumătate din capitalizarea totală, inclusiv toate datoriile bancare.[3] În cazul unei societăţi de căi ferate sau de servicii publice, cifra ar trebui să fie de cel puţin 30%.

Cuvintele „mari" şi „proeminente" semnifică proporţia semnificativă combinată cu o poziţie de frunte în sectorul de activitate respectiv. Acţiunile unor asemenea companii sunt denumite adeseori „primare"; toate celelalte sunt considerate aşadar „secundare", exceptând acele acţiuni în creştere care sunt puse de regulă într-o categorie separată de cei care le cumpără ca atare. Pentru a vă da un element de concreteţe, să zicem că, pentru a fi „mare" în condiţiile de astăzi, o companie ar trebui să aibă active în valoare de 50 de milioane $ sau să facă afaceri în valoare de 50 de milioane $.* Iar pentru a fi „proeminentă", o companie ar trebui să se situeze în primul sfert sau în prima treime ca dimensiune în sectorul ei de activitate.

Ar fi însă absurd să insistăm asupra unor asemenea criterii arbitrare. Ele sunt date numai orientativ pentru cei care ar putea avea nevoie de aşa ceva. Poate fi acceptată însă orice regulă pe care şi-o stabileşte investitorul pentru sine şi care nu deformează semnificaţia dată în mod normal cuvintelor „mare" şi „proeminent". Prin însăşi natura situaţiei, trebuie să existe un grup mare de companii pe care unii le vor include, iar alţii nu le vor include între cele potrivite unei strategii defensive de investiţii. Nu este rău că există o asemenea diversitate de opinii şi comportamente. De fapt, ea are un efect salutar asupra condiţiilor de pe piaţa bursieră, pentru că dă posibilitatea unei diferenţieri sau tranziţii treptate între emisiunile de acţiuni primare şi secundare.

---

* În condiţiile actuale, pentru a fi considerată mare, o companie ar trebui să aibă o valoare totală a acţiunilor (sau o „capitalizare de piaţă") de cel puţin 10 miliarde $. Potrivit programului de selecţie online de la adresa http://screen.yahoo.com/stocks.html, existau circa 300 de firme care îndeplineau acest criteriu la începutul lui 2003.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 5

„Fericirea omenească se naşte nu atât din marile Evenimente ale Sorții prielnice, care se întâmplă rareori, cât din micile Foloase care apar în fiecare zi."

Benjamin Franklin

CEA MAI BUNĂ APĂRARE ESTE UN ATAC BINE ȚINTIT

După dezastrul înregistrat de piața bursieră în ultimii ani, de ce ar mai băga bani în vreo acțiune un investitor defensiv?

În primul rând, să ne aducem aminte că Graham insistă asupra faptului că măsura în care trebuie să adoptați un comportament defensiv depinde nu atât de toleranța la risc, cât de disponibilitatea dumneavoastră de a investi timp şi energie în activitatea de investiții. Iar dacă le abordați aşa cum trebuie, investițiile în acțiuni sunt la fel de simple ca plasarea banilor în obligațiuni şi echivalente ale numerarului. (După cum vom vedea în capitolul 9, puteți cumpăra titluri la un fond mutual raportat la un indice bursier la fel de uşor cum vă îmbrăcați dimineața.)

În mijlocul declinului pieței care a început în anul 2000, este normal să aveți sentimentul că v-ați ars – iar acest sentiment să vă determine apoi să nu mai cumpărați niciodată acțiuni. Un vechi proverb turcesc spune că „cine s-a fript cu ciorbă suflă şi-n iaurt". Din cauză că prăbuşirea din 2000-2002 a fost atât de puternică, mulți investitori consideră în prezent acțiunile o investiție extrem de riscantă; paradoxal însă, chiar faptul prăbuşirii a făcut ca riscul să dispară în mare măsură de pe piața bursieră. Ciorbă fierbinte a fost în trecut, acum este iaurt la temperatura camerei.

Privită logic, decizia de a deține sau de a nu deține acțiuni în prezent nu are nicio legătură cu banii pe care se poate să-i fi pierdut din cauză că ați avut acțiuni în urmă cu câțiva ani. Când acțiunile au un preț destul de rezonabil ca să aveți speranțe că el va creşte în viitor, atunci ar trebui să investiți în ele, indiferent de pierderile pe care le-ați suferit poate în trecutul apropiat. Acest lucru este cu atât mai valabil când randamentul obligațiunilor este scăzut, reducând randamentele viitoare ale investițiilor generatoare de venituri.

Scanned with OKEN Scanner

După cum am văzut în capitolul 3, acțiunile sunt (la începutul lui 2003) doar cu puțin supraevaluate după standardele din trecut. Între timp, la prețurile din ultima vreme, obligațiunile oferă randamente atât de mici, încât un investitor care le cumpără pentru presupusa lor siguranță se aseamănă unui fumător care crede că se poate proteja împotriva cancerului de plămâni fumând țigări cu un conținut scăzut de gudron. Indiferent cât de defensiv sunteți ca investitor – în interpretarea dată de Graham, de implicare scăzută, sau în interpretarea contemporană, de asumare a unui risc scăzut – valorile de astăzi vă obligă să păstrați cel puțin o parte a banilor în acțiuni.

Din fericire, unui investitor defensiv nu i-a fost niciodată mai ușor să cumpere acțiuni. Iar un portofoliu pus permanent pe autopilot, în așa fel încât, în fiecare lună, o mică parte a capitalului dumneavoastră este plasat în titluri dinainte stabilite, vă poate scuti de nevoia de a dedica o mare parte din timp operațiunii de selectare a acțiunilor.

AR TREBUI SĂ „CUMPĂRAȚI CEEA CE CUNOAȘTEȚI"?

Mai întâi însă vă propun să ne referim la un lucru de care investitorul defensiv trebuie să se ferească întotdeauna: convingerea că poate selecta acțiuni fără să se documenteze deloc. În anii 1980 şi la începutul anilor 1990, unul dintre cele mai populare sloganuri auzite de la specialiştii în investiții era „cumpără ceea ce cunoşti". Peter Lynch – care, între 1977 şi 1990, a condus Fidelity Magellan spre cea mai bună performanță obținută vreodată de un fond mutual – a fost cel mai entuziasmant propovăduitor al acestei teze. Lynch susținea că investitorii amatori au un avantaj pe care investitorii profesionişti au uitat cum să-l folosească: „atuul cunoaşterii practice". Dacă descoperiți un restaurant, o mașină, o pastă de dinți sau nişte blugi noi care vă plac foarte mult – ori dacă observați că parcarea din apropierea unei firme este mereu plină sau că oamenii mai lucrează la sediul unei companii multă vreme după ce Jay Leno îşi încheie emisiunea – atunci aveți despre o acțiune nişte date personale pe care un analist profesionist sau un manager de portofoliu s-ar putea să nu le capete niciodată. Aşa cum se exprima Lynch, „după o viață de cumpărat maşini sau aparate de fotografiat, îți formezi un simț a ceea ce este bun sau rău, a ceea ce se vinde sau nu se vinde... iar cel mai important este că ştii asta înainte s-o ştie cei de pe Wall Street".[1]

---

[1] Peter Lynch împreună cu John Rothchild, *One Up on Wall Street* (Penguin, 1989), p. 23.

Scanned with OKEN Scanner

Regula lui Lynch – „îi poți depăși pe experți dacă îți folosești atuul investind în companii sau sectoare pe care le cunoști deja" – nu este complet neplauzibilă, mii de investitori profitând de ea de-a lungul anilor. Însă regula lui Lynch nu poate da rezultate decât dacă se respectă și corolarul ei: „Identificarea companiei cu perspective promițătoare nu este decât primul pas. Următorul este efectuarea cercetărilor." Spre cinstea lui, Lynch subliniază că nimeni n-ar trebui să investească vreodată într-o companie, indiferent cât de grozave sunt produsele sau cât de aglomerată este parcarea acesteia, fără să studieze situațiile ei financiare și fără să estimeze valoarea afacerilor acesteia.

Din păcate, majoritatea celor care au cumpărat acțiuni au ignorat acest ultim aspect.

Barbra Streisand, diva speculațiilor pe cursul zilnic, a întruchipat felul în care oamenii abuzează de învățăturile lui Lynch. În 1999, ea spunea entuziasmată: „Noi mergem la Starbucks în fiecare zi, deci cumpăr acțiuni Starbucks." Dar Poznașa Fată a uitat că, oricât de mult ți-ar plăcea acea cafea cu lapte, tot trebuie să analizezi situațiile financiare ale companiei Starbucks ca să te asiguri că acțiunile nu sunt și mai supraevaluate decât cafeaua. Nenumărați investitori în acțiuni au făcut aceeași greșeală, cumpărând o grămadă de acțiuni Amazon.com pentru că le plăcea site-ul sau cumpărând acțiuni eTrade pentru că acesta era brokerul lor online.

„Experții" au dat și ei crezare ideii. Într-un interviu transmis de CNN la sfârșitul anului 1999, managerul de portofoliu Kevin Landis de la Firsthand Funds a fost întrebat pe un ton trist: „Cum procedezi? De ce eu nu pot să fac asta, Kevin?" (Din 1995 și până la sfârșitul lui 1999, fondul Firsthand Technology Value a realizat un extraordinar câștig mediu anualizat de 58,2%.) „Păi, și tu *poți* să faci asta", îl încurajă Landis. „Nu trebuie decât să te concentrezi asupra lucrurilor pe care le cunoști, să ții aproape de un sector de activitate și să vorbești în fiecare zi cu oameni care lucrează în acesta."[2]

Cea mai nefastă deformare a regulii lui Lynch s-a produs în administrarea planurilor de pensii ale companiilor. Dacă se presupune

---

[2] Interviu cu Kevin Landis, transmis de CNN, în cadrul emisiunii *In the Money*, pe 5 noiembrie 1999, la ora 11 (ora răsăriteană standard). Dacă rezultatele lui Landis spun ceva, nu este suficient să te concentrezi asupra „lucrurilor pe care le cunoști" ca să alegi acțiunile potrivite. De la sfârșitul lui 1999 și până la sfârșitul lui 2002, fondul lui Landis (plin de acțiuni ale unor companii producătoare de tehnologie pe care pretindea că le cunoaște „direct" de la baza lui din Silicon Valley) a pierdut 73,2% din valoare, o pierdere și mai mare decât cea suferită în medie de fondurile tehnologice în perioada respectivă.

Scanned with OKEN Scanner

că trebuie să „cumperi ceea ce cunoşti", atunci ce destinaţie mai bună pot avea banii adunaţi în propriul cont de pensie decât acţiunile companiei tale? În definitiv, lucrezi acolo; nu ştii tu mai multe despre companie decât ar putea şti vreodată un străin? Din păcate, angajaţii de la Enron, Global Crossing şi WorldCom – mulţi dintre ei investind toţi banii de pensie în acţiunile companiilor lor, ca să rămână ulterior fără ei – au aflat că iniţiaţii au de multe ori numai iluzia cunoaşterii, nu o cunoaştere adevărată.

Psihologii conduşi de Baruch Fischhoff de la Universitatea „Carnegie Mellon" au demonstrat un fapt tulburător: familiarizarea cu un anumit lucru nu diminuează semnificativ tendinţa oamenilor de a exagera măsura în care cunosc de fapt acel lucru.[3] De aceea poate fi extrem de riscant să „investeşti în ceea ce cunoşti"; cu cât îţi intră în cap mai multe, cu atât eşti mai puţin înclinat să cercetezi punctele slabe ale unei emisiuni de acţiuni. Această dăunătoare formă de încredere exagerată este numită „predilecţie pentru terenul propriu" sau obiceiul rămânerii la lucrurile deja cunoscute:

- Investitorii individuali posedă de trei ori mai multe acţiuni la compania locală de telefoane decât la toate celelalte companii de telefoane la un loc.
- Un fond mutual tipic posedă acţiuni la firme ale căror sedii se află mai aproape cu 185 km de biroul său principal decât alte companii din SUA.
- Cei care investesc în conturi 401(k) păstrează 25-30% din banii de pensie în acţiuni ale propriei companii.[4]

Pe scurt, familiaritatea duce la complacere. În programele de ştiri TV, oare nu vecinul, cel mai bun prieten sau părintele criminalului spune întotdeauna şocat „era o persoană atât de amabilă"? Aceasta se întâmplă pentru că, ori de câte ori suntem prea apropiaţi de cineva sau de ceva, luăm de bun ceea ce credem, în loc să ne îndoim de părerile noastre aşa cum facem atunci când suntem puşi în faţa unui lucru faţă de care suntem mai distanţi. Cu cât mai familiară este o

---

[3] Sarah Lichtenstein, Baruch Fischhoff, „Do Those Who Know More Also Know More about How Much They Know?", *Organizational Behavior and Human Performance*, vol. 20, nr. 2, decembrie 1977, pp. 159-183.

[4] A se vedea Gur Huberman, „Familiarity Breeds Investment", Joshua D. Coval, Tobias J. Moskowitz, „The Geography of Investment" şi Gur Huberman, Paul Sengmuller, „Company Stock in 401(k) Plans", toate disponibile la http://papers.ssrn.com.

Scanned with OKEN Scanner

acțiune, cu atât sunt şanse mai mari ca investitorul defensiv să se transforme într-unul leneş, care crede că nu trebuie să facă nicio cercetare. Să nu vi se-ntâmple şi dumneavoastră aşa ceva.

SUNTEȚI ÎN STARE SĂ VĂ PUNEȚI PE TREABĂ?

Din fericire, pentru un investitor defensiv care este dispus să facă cercetările necesare pentru alcătuirea unui portofoliu de acțiuni, aceasta este Epoca de Aur: niciodată, în toată istoria pieței de capital, n-a fost mai ieftin şi mai convenabil ca până acum să investeşti în acțiuni.[5]

Descurcați-vă singuri. Prin intermediul unor agenții de brokeraj precum www.sharebuilder.com, www.foliofn.com şi www.buyandhold.com, puteți cumpăra în mod automat acțiuni, chiar dacă aveți puțini bani la dispoziție. Aceste site-uri percep o taxă ce poate ajunge la numai 4 $ pentru fiecare achiziție periodică a oricăreia dintre miile de acțiuni emise în SUA pe care le oferă. Puteți investi săptămânal sau lunar, puteți reinvesti dividendele şi chiar puteți investi cu țârâita în acțiuni transferând pe cale electronică bani din contul bancar sau direct din salariul dumneavoastră. Sharebuilder vă taxează mai mult la vânzare decât la cumpărare – reamintindu-vă, ca şi cum v-ar lovi uşor peste nas cu un ziar înfăşurat, că vânzarea rapidă nu este recomandabilă în cazul unei investiții – în vreme ce FolioFN oferă un excelent instrument de determinare a impozitelor.

Spre deosebire de brokerii sau fondurile mutuale clasice care nu vă vor accepta drept clienți pentru mai puțin de 2.000-3.000 $, aceste firme online nu cer solduri minime, fiind foarte potrivite investitorilor începători care vor să-şi pună portofoliile pe pilot automat. Mai exact, un comision de 4 $ pentru o tranzacție este echivalent cu un monstruos 8% la o investiție lunară de 50 $ – dar dacă aceştia sunt toți banii pe care-i puteți cheltui, atunci site-urile respective sunt singura variantă la care puteți apela pentru a vă crea un portofoliu diversificat.

Puteți de asemenea să cumpărați acțiuni direct de la companiile emitente. În 1994, Comisia pentru Burse şi Valori Mobiliare a SUA a

---

[5] Potrivit profesorului de finanțe Charles Jones de la Columbia Business School, costul unei singure tranzacții (de cumpărare sau de vânzare) de mică anvergură, efectuate cu o acțiune cotată la Bursa de Valori New York a scăzut de la circa 1,25% în zilele lui Graham la circa 0,25% în 2000. Pentru instituții precum fondurile mutuale, aceste costuri sunt în realitate mai mari. (A se vedea Charles M. Jones, „A Century of Stock Market Liquidity and Trading Costs", la http://papers.ssrn.com.)

Scanned with OKEN Scanner

slăbit restricţiile impuse cu multă vreme în urmă vânzării directe a acţiunilor către marele public. Sute de companii au început atunci să creeze programe de Internet care să le permită investitorilor să cumpere acţiuni fără să apeleze la un broker. Dintre sursele online de informaţii utile privind cumpărarea unor acţiuni direct de la emitenţi amintim www.dripcentral.com, www.netstockdirect.com (o filială a Sharebuilder) şi www.stockpower.com. Adeseori, pentru deranjul creat, investitorul plăteşte diverse taxe care pot depăşi 25 $ pe an. Chiar şi-aşa, programele de achiziţie directă a acţiunilor sunt de regulă mai puţin costisitoare decât agenţiile de brokeraj.

Fiţi atenţi însă că achiziţia de acţiuni în loturi mici ani la rând vă poate da mari bătăi de cap cu impozitele. Dacă nu sunteţi pregătiţi să ţineţi o evidenţă permanentă şi foarte detaliată a achiziţiilor pe care le faceţi, nu cumpăraţi de la bun început. În sfârşit, nu investiţi într-o singură acţiune – nici măcar în numai câteva acţiuni diferite. Dacă nu sunteţi dispuşi să vă împărţiţi riscurile, n-ar trebui să riscaţi deloc. Recomandarea lui Graham de a cumpăra între 10 şi 30 de acţiuni diferite rămâne un bun punct de plecare pentru investitorii care vor să-şi aleagă singuri acţiunile, însă trebuie să vă asiguraţi că nu vă expuneţi prea mult riscurilor investind într-un singur sector de activitate.[6] (Pentru mai multe amănunte despre cum puteţi să vă alegeţi acţiunile care vor alcătui portofoliul dumneavoastră, a se vedea pp. 120-121 şi capitolele 11, 14 şi 15.)

Dacă, după ce aţi creat un asemenea portofoliu online care nu necesită o atenţie deosebită, constataţi că faceţi tranzacţii mai mult de două ori pe an – sau pierdeţi mai mult de o oră-două pe lună, în total, cu investiţiile dumneavoastră – înseamnă că ceva nu este deloc în regulă. Nu lăsaţi ca uşurinţa utilizării Internetului şi informaţiile de ultimă oră pe care le oferă acesta să vă seducă într-atât încât să deveniţi un speculator. Un investitor defensiv participă la cursă – şi o câştigă – stând liniştit.

Apelaţi la ajutor. Un investitor defensiv poate să cumpere acţiuni şi prin intermediul unei agenţii de brokeraj cu tarife reduse, al unei instituţii specializate în planificare financiară sau al unei agenţii de bursă cu servicii complete. Dacă apelaţi la o agenţie de brokeraj cu tarife reduse, va trebui să realizaţi singuri mare parte din operaţiunea

---

[6] Pentru a afla mai uşor dacă acţiunile pe care le deţineţi sunt suficient de diversificate pe sectoare de activitate, puteţi să folosiţi gratuit funcţia „Instant X-Ray" de pe site-ul www.morningstar.com sau să consultaţi informaţiile despre diverse domenii de activitate (Global Industry Classification Standard) de pe site-ul www.standardandpoors.com.

Scanned with OKEN Scanner

de selecție a acțiunilor; recomandările lui Graham vă vor ajuta să creați un portofoliu de bază care să necesite o atenție minimă și să ofere posibilități maxime de realizare a unui randament constant. Pe de altă parte, dacă nu aveți timp sau nu vă puteți concentra să faceți singuri acest lucru, nu trebuie să vă fie rușine să angajați pe cineva care să aleagă acțiunile sau fondurile mutuale în locul dumneavoastră. Există însă un lucru pe care nu trebuie să-l încredințați niciodată altcuiva. Dumneavoastră, și numai dumneavoastră, trebuie să cercetați (*înainte* de a da banii) dacă un consilier este demn de încredere, iar tarifele sunt rezonabile. (Pentru mai multe indicații, a se vedea capitolul 10.)

Angajați pe altcineva. Fondurile mutuale sunt ultima posibilitate a unui investitor defensiv de a profita de latura pozitivă a investițiilor în acțiuni fără a fi afectat de latura negativă a acestora, necesitatea de a vă ocupa permanent de propriul portofoliu. Cu cheltuieli relativ mici, puteți beneficia de un grad înalt de diversificare și confort – lăsând un profesionist să aleagă și să urmărească evoluția acțiunilor în locul dumneavoastră. În forma lor superioară – portofoliile raportate la un indice – fondurile mutuale pot să nu necesite practic niciun efort de urmărire sau gestiune. Fondurile raportate la un indice sunt un fel de investiție Rip Van Winkle care are foarte puține șanse să provoace vreo neplăcere sau surpriză chiar dacă, asemenea țăranului leneș al lui Washington Irving,* dumneavoastră dormiți 20 de ani. Ele sunt visul împlinit al unui investitor defensiv. Pentru mai multe amănunte, a se vedea capitolul 9.

UMPLEREA GĂURILOR

Atunci când pieţele financiare urcă şi se prăbuşesc zi de zi, investitorul defensiv poate prelua controlul haosului. Chiar refuzul de a fi activ, renunțarea la orice pretinsă capacitate de a prevedea viitorul pot deveni cele mai puternice arme ale dumneavoastră. Punând fiecare decizie de investiție pe pilot automat, renunțați la orice iluzie cum că ați ști încotro se îndreaptă acțiunile și lipsiți piața de posibilitatea de a vă afecta în vreun fel oricât de ciudat ar oscila.

Așa cum observă Graham, „strategia plasamentelor constante" vă permite să investiți la intervale regulate o sumă fixă de bani. În fiecare

---

* Rip Van Winkle este personajul unei povești scrise de Washington Irving (1783-1859). Acesta doarme vreme de 20 de ani, iar când se trezește, își dă seama că lumea s-a schimbat. Află că Revoluția Americană a avut loc, iar el, în loc să fie un supus al regelui Angliei, este acum cetățean liber al Statelor Unite ale Americii. (N.tr.)

Scanned with OKEN Scanner

săptămână, lună sau trimestru, mai cumpărați ceva – indiferent că piețele au luat-o (sau sunt pe punctul de a o lua) în sus, în jos sau în lateral. Orice fond mutual important sau orice agenție de brokeraj poate transfera în mod automat şi sigur bani pentru dumneavoastră pe cale electronică, aşa încât nu va trebui să scrieți niciodată un cec sau să simțiți chinul conştient al plății. Nu vedeți şi nu vă gândiți la nimic.

Cine aplică strategia plasamentelor constante ar fi cel mai bine să investească într-un portofoliu de fonduri raportate la indici, care este format din toate acțiunile sau obligațiunile în care merită să se investească. Astfel, renunțați la încercarea de a ghici nu numai încotro se îndreaptă piața, ci şi ce sectoare ale pieței – şi care acțiuni sau obligațiuni din cadrul acestora – vor da cele mai bune rezultate.

Să spunem că puteți cheltui 500 $ pe lună. Deținând titluri şi făcând plasamente constante în numai trei fonduri raportate la indici – 300 $ într-unul format din toate acțiunile emise în SUA, 100 $ într-unul format din acțiuni străine şi 100 $ într-unul format din obligațiuni emise în SUA – puteți fi siguri că dețineți aproape toate titlurile de pe planetă în care merită să investiți.[7] În fiecare lună, cu o precizie de ceasornic, mai cumpărați ceva. Dacă piața a scăzut, suma prestabilită creşte, dumneavoastră cumpărând mai multe titluri decât în luna anterioară. Dacă piața a crescut, atunci cu suma respectivă cumpărați mai puține titluri. Astfel, punându-vă portofoliul pe pilot automat, nici nu aruncați bani pe piață tocmai când aceasta pare extrem de tentantă (şi este de fapt foarte periculoasă), nici nu refuzați să cumpărați alte titluri după ce, din cauza prăbuşirii pieței, investițiile s-au ieftinit cu adevărat (dar par a fi mai „riscante").

Potrivit specialiştilor de la Ibbotson Associates, cea mai importantă firmă de studii financiare, dacă ați fi investit 12.000 $ în acțiuni din coşul indicelui bursier Standard & Poor's 500 la începutul lui septembrie 1929, după 10 ani ați fi rămas cu numai 7.223 $. Dar dacă ați fi început cu derizoria sumă de 100 $ şi ați fi investit alți 100 $ în fiecare dintre lunile următoare, atunci, în august 1939, ați fi avut 15.571 $! *Acesta* este avantajul achizițiilor disciplinate – chiar în condițiile producerii Marii Crize şi a celui mai dezastruos declin al pieței din toate timpurile.[8]

---

[7] Pentru mai multe explicații cu privire la motivul păstrării unei părți din portofoliu în acțiuni străine, a se vedea pp. 196-197.

[8] Sursa: date obținute prin amabilitatea Ibbotson Associates. Deşi persoanele fizice n-au putut cumpăra toate acțiunile din coşul indicelui S & P 500 până în 1976, exemplul de față demonstrează totuşi eficiența cumpărării unui număr mai mare de titluri în momentul în care prețul acțiunilor scade.

Scanned with OKEN Scanner

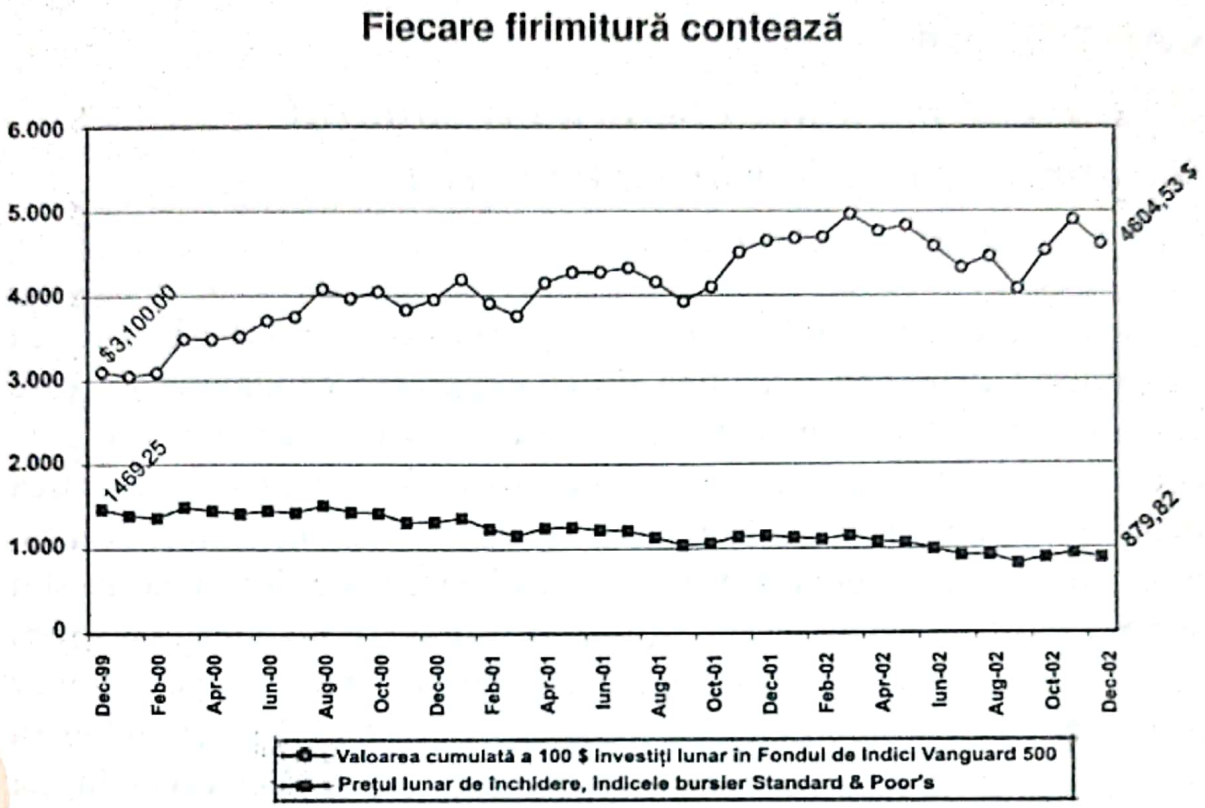
Figura 5-1 prezintă rezultatul magic al aplicării strategiei plasamentelor constante pe o piață în scădere mai apropiată de zilele noastre.

Lucrul cel mai bun este că, din momentul în care v-ați creat un portofoliu pus permanent pe pilot automat şi format în esență din titluri ale fondurilor raportate la indici, veți putea să dați la orice întrebare legată de evoluția pieței cel mai bun răspuns pe care l-ar putea da vreodată un investitor defensiv: „Nu ştiu şi nici nu-mi pasă." Dacă cineva vă întreabă dacă obligațiunile vor da rezultate mai bune decât acțiunile, răspundeți pur şi simplu: „Nu ştiu şi nici nu-mi pasă" – în definitiv, dumneavoastră cumpărați în mod automat şi dintr-unele, şi dintr-altele. Acțiunile din sectorul sanitar vor face ca acțiunile din sectorul tehnologiilor de vârf să pară bolnave? „Nu ştiu şi nici nu-mi pasă" – dumneavoastră aveți tot timpul şi dintr-unele, şi dintr-altele. Care este următorul preț al acțiunilor Microsoft? „Nu ştiu şi nici nu-mi pasă" – de îndată ce acestea vor atinge un nivel suficient de mare pentru a merita să fie cumpărate, fondul dumneavoastră raportat la un indice va investi în ele şi veți fi făcuți şi dumneavoastră părtaşi la această investiție. Acțiunile străine vor bate acțiunile americane anul viitor? „Nu ştiu şi nici nu-mi pasă" – dacă se va întâmpla acest lucru, veți beneficia de acel câştig; dacă nu se va întâmpla, veți mai cumpăra ceva la prețuri mai mici.

Prin faptul că vă dă posibilitatea să spuneți „nu ştiu şi nici nu-mi pasă", un portofoliu pus permanent pe pilot automat vă scuteşte de grija de a prognoza evoluția piețelor financiare – şi de iluzia că altcineva ar putea face asta. Conştiința faptului că puteți cunoaşte puține lucruri despre viitor, dublată de acceptarea ignoranței dumneavoastră, este cea mai puternică armă a unui investitor defensiv.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 5-1



De la sfârşitul lui 1999 până la sfârşitul lui 2002, indicele bursier S & P 500 a scăzut fără încetare. Dacă însă ați fi deschis un cont la un fond raportat la un indice, investind la început cel puțin 3.000 $ şi adăugând 100 $ în fiecare lună, investiția dumneavoastră totală de 6.600 $ şi-ar fi diminuat valoarea cu 30,2% – considerabil mai puțin față de 41,3% cât a fost scăderea pieței. Mai bine chiar, plasamentele dumneavoastră constante efectuate la prețuri inferioare vor crea baza unei redresări explozive în momentul în care piața îşi va reveni.

Sursa: The Vanguard Group.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 6

Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: abordarea negativă

Investitorul „agresiv" ar trebui să pornească din acelaşi punct ca investitorul defensiv, şi anume de la împărţirea capitalului de care dispune între obligaţiunile foarte bine cotate şi acţiunile foarte bine cotate cumpărate la preţuri rezonabile.* El va fi pregătit să investească în alte feluri de titluri, dar în fiecare caz va avea nevoie de o justificare bine fundamentată pentru o asemenea diversificare. Tratarea acestui subiect într-o manieră sistematică se loveşte de o problemă, deoarece nu există un model unic sau ideal de desfăşurare a operaţiunilor agresive. Gama posibilităţilor este largă; varianta aleasă ar trebui să depindă nu doar de competenţa şi calităţile psihice ale individului, ci şi, poate în egală măsură, de interesele şi preferinţele acestuia.

Cele mai utile generalizări destinate investitorului întreprinzător sunt de factură negativă. Să zicem că acesta lasă acţiunile privilegiate foarte bine cotate în seama investitorilor instituţionali. Să mai zicem că evită tipurile inferioare de obligaţiuni şi acţiuni privilegiate dacă acestea nu pot fi cumpărate la preţuri de chilipir – ceea ce înseamnă de regulă preţuri cu cel puţin 30% sub cel nominal pentru titlurile cu cupon mare şi mult mai mici pentru cele cu cupon inferior.† El va lăsa

---

* Aici Graham a avut un lapsus. După ce în capitolul 1 insistă asupra faptului că definiţia investitorului „întreprinzător" depinde nu de riscul pe care vrea să şi-l asume, ci de efortul pe care este dispus să-l facă, Graham apelează la ideea convenţională conform căreia investitorii întreprinzători sunt mai „agresivi". Din restul capitolului se vede însă limpede că Graham rămâne fidel definiţiei sale iniţiale. (Marele economist britanic John Maynard Keynes pare să fi fost primul care a folosit termenul „întreprindere" ca sinonim al investiţiei bazate pe analiză.)

† „Titlurile cu cupon mare" sunt obligaţiuni corporatiste care aduc o dobândă peste medie (în condiţiile de astăzi, de cel puţin 8%) sau acţiuni privilegiate care oferă un randament ridicat al dividendelor (10% sau mai mare). Dacă o companie trebuie să plătească o rată mare a dobânzii ca să atragă fonduri cu împrumut, înseamnă în principiu că investiţia este riscantă. Pentru

pe alţii să cumpere obligaţiuni emise de guverne străine, chiar dacă rentabilitatea acestora poate fi tentantă. Va manifesta de asemenea prudenţă faţă de orice soi de emisiune nouă, inclusiv faţă de obligaţiunile convertibile şi acţiunile privilegiate care par a fi foarte tentante, precum şi faţă de acţiunile ordinare care au adus un profit excelent numai în trecutul apropiat.

În ceea ce priveşte investiţiile standard în obligaţiuni, investitorul agresiv ar face bine să adopte soluţia recomandată confratelui său, investitorul defensiv, şi să aleagă între titlurile impozabile foarte bine cotate, care în prezent au o rentabilitate de circa 7¼%, şi obligaţiunile neimpozabile de bună calitate, care au o rentabilitate de până la 5,30% la scadenţele mai lungi.*

Obligaţiunile şi acţiunile privilegiate de rangul al doilea

Cum la sfârşitul anului 1971 se pot găsi obligaţiuni corporatiste de rangul întâi care să dea o rentabilitate de cel puţin 7¼%, nu prea ar avea sens să cumperi titluri de rangul al doilea doar pentru randamentul superior pe care-l oferă. De fapt, corporaţiilor cu solvabilitate relativ scăzută le-a fost teoretic imposibil să vândă publicului „obligaţiuni simple" – adică neconvertibile – în ultimii doi ani. De aceea, ele şi-au finanţat datoriile prin vânzarea de obligaţiuni convertibile (sau obligaţiuni cu warant), fapt care le plasează într-o categorie distinctă. Rezultă că, teoretic, toate obligaţiunile neconvertibile slab cotate sunt titluri mai vechi care se vând cu un disagio semnificativ. Astfel, în cazul în care condiţiile sunt favorabile, ele oferă posibilitatea unei creşteri substanţiale a valorii capitalului investit – ceea ce, în situaţia de faţă, ar însemna îmbunătăţirea bonităţii companiei combinată cu scăderea ratelor generale ale dobânzilor.

---

mai multe amănunte cu privire la obligaţiunile cu randament mare sau „de calitate inferioară", a se vedea pp. 153-155.

* La începutul anului 2003, randamentele echivalente sunt de circa 5,1% în cazul obligaţiunilor corporatiste şi de 4,7% în cazul obligaţiunilor municipale neimpozabile cu scadenţa la 20 de ani. Rentabilităţile actualizate ale acestor titluri le puteţi găsi la www.bondsonline.com/asp/news/composites/html sau www.bloomberg.com/markets/rates/html şi www.bloomberg.com/markets/psamuni.html.

Scanned with OKEN Scanner

Însă chiar şi în ceea ce priveşte preţurile mai mici şi deci şansa obţinerii unui câştig din creşterea valorii capitalului investit, obligaţiunile de rangul al doilea sunt concurate de titluri mai bune. Unele dintre obligaţiile ferme de plată cu rate „clasice" ale cuponului (2½-4%) s-au vândut în 1970 cu circa 50 de cenţi pentru un dolar. Exemple: titlurile American Telephone & Telegraph cu dobândă de $2^5/_8\%$ şi scadenţa în 1986 s-au vândut cu 51; titlurile Atchinson Topeka & Santa Fe RR cu dobândă de 4% şi scadenţa în 1995 s-au vândut cu 51; titlurile McGraw-Hill cu dobândă de $3^7/_8\%$ şi scadenţa în 1992 s-au vândut cu 50½.

Aşadar, în condiţiile de la sfârşitul lui 1971, investitorii întreprinzători pot obţine probabil de la obligaţiunile de bună calitate vândute la un preţ cu mult sub cel nominal tot ceea ce şi-ar putea dori atât din punctul de vedere al venitului, cât şi din punctul de vedere al şanselor de creştere a valorii lor.

În toată această carte ne referim la posibilitatea ca orice situaţie bine definită şi prelungită prin care a trecut piaţa în trecut să se repete în viitor. Prin urmare, trebuie să vedem ce politică ar putea fi nevoit să aleagă investitorul agresiv în domeniul obligaţiunilor dacă preţurile şi rentabilitatea titlurilor de rang superior ar reveni la nivelurile anterioare considerate normale. De aceea, vom relua aici observaţiile făcute în această privinţă în ediţia din 1965, când obligaţiunile de rang superior aveau o rentabilitate de numai 4½%.

Trebuie spus un lucru în privinţa investiţiilor în obligaţiuni de rangul al doilea, care pot da cu uşurinţă o rentabilitate de 8% sau mai mare. Principala deosebire dintre obligaţiunile de rangul întâi şi cele de rangul al doilea o reprezintă de regulă raportul dintre dobândă şi profit. Exemplu: la începutul lui 1964, titlurile de credit emise de societatea de căi ferate Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific cu dobândă de 5%, la preţul de 68, aveau o rentabilitate de 7,35%. Însă, în 1963, dobânda totală plătită de companie înainte de achitarea impozitului pe venit se cuprindea de numai 1,5 ori în profitul acesteia, faţă de 5 ori cât considerăm noi că ar trebui să se cuprindă în cazul unei emisiuni bine protejate de titluri ale unei societăţi de cale ferată.[1]

Mulţi investitori cumpără titluri de valoare de acest fel pentru că „au nevoie de venit" şi nu se pot împăca cu randamentul mai slab oferit de titlurile de rang înalt. Experienţa demonstrează în mod evident că nu este înţelept să cumperi o obligaţiune sau o acţiune

Scanned with OKEN Scanner

privilegiată care nu oferă siguranța adecvată doar pentru că rentabilitatea este una atrăgătoare.* (Aici, când spunem „doar", înțelegem că titlul nu se vinde cu un disagio important și astfel nu oferă posibilitatea unei creșteri substanțiale a valorii capitalului investit.) Când asemenea titluri de valoare se cumpără la un preț întreg – adică nu cu multe puncte sub 100† – sunt șanse foarte mari ca, la un moment dat în viitor, posesorul să asiste la o scădere considerabilă a cotației lor. Căci, atunci când afacerile merg prost sau când pur și simplu piața merge prost, titlurile de acest gen se dovedesc a fi foarte susceptibile la un declin temporar; de multe ori, plata dobânzii sau a dividendelor este suspendată ori cel puțin periclitată, producându-se în mod frecvent scăderi pronunțate ale prețurilor în ciuda faptului că rezultatele din exploatare nu sunt rele deloc.

Pentru a ilustra această caracteristică a titlurilor mai vechi de calitatea a doua, vă propunem să analizăm pe scurt evoluția prețurilor *obligațiunilor purtătoare de venit* emise de zece societăți de căi ferate în perioada 1946-1947. În 1946, ele se vindeau toate la cel puțin 96, prețul lor mediu fiind de 102½. În anul următor, prețul lor mediu ajunsese la numai 68, valoarea de piață diminuându-se cu o treime într-o perioadă foarte scurtă. Extrem de ciudat este faptul că societățile de căi ferate din țară obțineau profituri mult mai mari în 1947 față de 1946; prin urmare, scăderea drastică a prețurilor era contrară situației generale din domeniul respectiv și reflecta existența pe piață a unei oferte relativ însemnate de titluri la prețuri mici. Ar trebui remarcat însă că scăderea prețurilor acestor obligațiuni purtătoare de venit era cu mult mai mare decât cea a prețurilor *acțiunilor ordinare* din coșul indicelui Dow Jones (circa 23%). În mod evident, cel care ar fi cumpărat aceste obligațiuni la un preț de peste 100 nu s-ar fi așteptat să beneficieze sub niciun chip de o nouă creștere a prețurilor titlurilor de valoare. Singurul element atrăgător îl constituia rentabilitatea venitului, care era în medie de circa 4,25% (față de 2,50% în cazul

---

* Un exemplu recent care întărește în mod nefast ideea lui Graham este prezentat la p. 154.

† Prețurile obligațiunilor sunt cotate în procente din „valoarea par" sau 100. O obligațiune oferită la prețul de „85" se vinde la 85% din valoarea nominală; o obligațiune oferită inițial la prețul de 10.000 $, dar care acum se vinde la 85, va costa 8.500 $. Când se vând sub 100, obligațiunile se numesc „cu disagio" (*discount*); când se vând peste 100, devin obligațiuni „cu agio" (*premium*).

Scanned with OKEN Scanner

obligațiunilor de rangul întâi, ceea ce oferea un plus de 1,75% la venitul anual). Urmarea a arătat însă mult prea repede şi mult prea clar că, pentru un venit anual doar cu puțin mai mare, cumpărătorul unor asemenea obligațiuni de rangul al doilea risca să piardă o parte substanțială din capitalul investit.

Exemplul de mai înainte ne dă posibilitatea să ne aplecăm asupra erorii îndeobşte cunoscute sub numele de „investiție a omului de afaceri". Aceasta presupune cumpărarea unui titlu de valoare care prezintă o rentabilitate mai mare decât cea care se poate obține cumpărând un titlu de rang superior şi deci asumarea unui risc corespunzător mai mare. Este o prostie să accepți posibilitatea de a pierde o parte din capitalul investit în schimbul unui plus de 1-2% la venitul anual. Dacă eşti dispus să-ți asumi nişte riscuri, trebuie să fii sigur că poți obține un câştig realmente substanțial din creşterea valorii capitalului investit dacă lucrurile merg bine. Prin urmare, o obligațiune de rangul al doilea cu o dobândă de 5,5-6% care *se vinde la valoarea nominală* este aproape întotdeauna o investiție proastă. Cumpărarea aceluiaşi titlu la 70 ar putea fi un lucru mai firesc – iar dacă ai răbdare, probabil că vei putea să-l cumperi la acel nivel.

Obligațiunile şi acțiunile privilegiate de rangul al doilea posedă două atribute contradictorii de care investitorul inteligent trebuie, evident, să țină seama. Aproape toate suferă un puternic declin temporar când piața merge prost. Pe de altă parte, o mare parte a lor se redresează când condițiile redevin favorabile, iar acestea, în ultimă instanță, „dau rezultatul scontat". Acest lucru este valabil chiar şi în cazul acțiunilor privilegiate (cumulative) pentru care nu se plătesc dividende mai mulți ani. La începutul anilor 1940, o serie de titluri s-au aflat în această situație din cauza îndelungatei depresiuni economice din anii 1930. În perioada postbelică de avânt din 1945-1947, o mare parte a sumelor importante acumulate în acest fel au fost plătite fie în numerar, fie în alte titluri de valoare, iar capitalul investit a fost şi el restituit în numeroase cazuri. Ca urmare, cei care, cu câțiva ani mai înainte, au cumpărat aceste titluri când nu prezentau interes şi se vindeau la un preț scăzut au obținut un profit substanțial.[2]

Se poate foarte bine ca, la o socoteală generală, rentabilitățile mai mari care se pot obține la titlurile mai vechi de rangul al doilea să se dovedească a fi compensat acele diminuări irecuperabile ale valorii capitalului investit. Cu alte cuvinte, unui investitor care a cumpărat

Scanned with OKEN Scanner

toate titlurile respective la preţul de ofertă s-ar putea să-i meargă la fel de bine, pe termen lung, ca şi unuia care s-a limitat la achiziţia unor titluri de valoare de calitatea întâi sau chiar ceva mai bine.[3]

Din motive practice însă, această chestiune este în mare măsură irelevantă. Indiferent de venit, cel care cumpără titluri de rangul al doilea la preţ întreg îşi face griji şi este deranjat când preţul lor scade brusc. Mai mult, el nu poate cumpăra suficiente titluri pentru a obţine în mod cert un rezultat „mediu" şi nici nu este în măsură să rezerve o parte din venitul superior obţinut pentru a compensa ori a „amortiza" acele pierderi de capital care se dovedesc a avea un caracter permanent. În sfârşit, este doar o chestiune de simţ practic să nu cumperi titluri de valoare la un nivel de circa 100 dacă datele din trecut arată că ele se vor putea cumpăra probabil la 70 sau mai puţin când piaţa va scădea din nou.

Obligaţiunile emise de guvernele străine

Toţi investitorii, chiar şi cei cu mai puţină experienţă, ştiu că obligaţiunile străine, în ansamblu, au dat rezultate slabe începând cu 1914. A fost ceva inevitabil, ţinând cont de cele două războaie mondiale cărora li s-a interpus o criză mondială neobişnuit de profundă. Cu toate acestea, la intervale de câţiva ani, condiţiile de pe piaţă sunt suficient de favorabile pentru a permite vânzarea unor titluri străine noi la un preţ aproape egal cu cel nominal. Acest fenomen vorbeşte mult despre felul în care merge mintea investitorului obişnuit – şi nu numai în ceea ce priveşte obligaţiunile.

Nu avem un *motiv concret* să fim îngrijoraţi de viitorul obligaţiunilor străine apreciate, cum ar fi cele australiene sau norvegiene. Ştim însă că, dacă şi când apar probleme, posesorul unor obligaţii de plată străine nu are niciun mijloc legal sau de altă natură pentru a cere achitarea lor. Cei care au cumpărat în 1953 titluri emise de Cuba cu dobânda de 4½% la un preţ de maximum 117 s-au trezit că nu le este plătită dobânda, după care le-au vândut în 1963 cu cel mult 20% din valoarea nominală. Lista de obligaţiuni a Bursei de Valori New York din acel an a cuprins şi titluri emise de Congo Belgian cu dobânda de 5¼% la preţul de 36, titluri greceşti de 7% la preţul de 30 şi diverse titluri poloneze la un preţ minim de 7. Câţi cititori au habar de necazurile repetate produse de obligaţiunile de 8% emise de Cehoslovacia

Scanned with OKEN Scanner

din momentul în care acestea au fost lansate pe piața țării respective în 1922 la prețul de 96½? Ele au crescut la 112 în 1928, au scăzut la 67¾ în 1932, au urcat din nou la 106 în 1936, s-au prăbușit la 6 în 1939, au revenit (incredibil) la 117 în 1946, au scăzut brusc la 35 în 1948 și s-au vândut la nu mai puțin de 8 în 1970!

Cu ani în urmă, s-a susținut mai mult sau mai puțin ideea cumpărării de către americani a unor obligațiuni străine în virtutea faptului că o națiune creditoare bogată ca a noastră avea obligația morală să împrumute bani altor națiuni. Timpul, care este atât de răzbunător, ne găsește acum în situația de a avea noi înșine o problemă greu de rezolvat cu balanța de plăți, aceasta datorându-se în parte cumpărării unui volum mare de obligațiuni străine de către investitorii americani interesați de o rentabilitate puțin mai mare. De mulți ani punem la îndoială atractivitatea inerentă a unor asemenea investiții din punctul de vedere al cumpărătorului; poate că acum ar trebui să adăugăm faptul că acesta ar aduce foloase atât țării sale, cât și lui însuși dacă ar refuza aceste ocazii.

Despre emisiunile noi în general

Ar putea părea nepotrivit să încercăm să facem vreo afirmație generală cu privire la titlurile nou-emise considerate ca o clasă, din moment ce acestea au o calitate și o atractivitate foarte diferită. Orice regulă sugerată în acest sens va avea cu siguranță și excepții. Singura noastră recomandare este ca toți investitorii să fie *prudenți* în privința emisiunilor noi – ceea ce înseamnă pur și simplu ca acestea să fie supuse unei examinări atente și unor teste neobișnuit de drastice înainte de a fi achiziționate.

Această dublă atenționare are la bază două motive. Primul este acela că emisiunile noi au în spatele lor un spirit negustoresc, ceea ce reclamă așadar o rezistență deosebită la reclamă.* Cel de-al doilea este acela că majoritatea titlurilor noi se vând în „condiții favorabile de

---

* Emisiunile noi de acțiuni ordinare – ofertele publice inițiale (IPO în engleză) – se vând cu un „disagio de subscriere" (un comision inclus) de 7%. În schimb, comisionul plătit de cumpărător în cazul acțiunilor ordinare mai vechi nu depășește de regulă 4%. Ori de câte ori, pentru a vinde ceva nou, instituțiile financiare percep un comision cam de două ori mai mare decât cel perceput pentru a vinde ceva vechi, titlurilor noi li se va face mai multă reclamă.

Scanned with OKEN Scanner

piață" – favorabile pentru vânzător și deci mai puțin favorabile pentru cumpărător.*

Efectul acestor considerații devine tot mai important pe măsură ce mergem în jos de la obligațiunile de cea mai bună calitate la titlurile mai vechi de rangul al doilea și, în sfârșit, la speculațiile cu acțiuni ordinare. În trecut s-a apelat foarte mult la finanțarea sub forma răscumpărării obligațiunilor existente la prețul de revocare și înlocuirii lor cu titluri noi, cu cupoane mai mici. Majoritatea acestor titluri au fost obligațiuni și acțiuni privilegiate de rang superior. Cumpărătorii au fost în general instituții financiare, în măsură să-și apere interesele. De aceea, prețurile ofertelor respective au fost stabilite cu multă atenție pentru ca ele să fie egale cu cel al unor titluri comparabile existente deja, iar reclamele foarte incitante au avut un efect redus asupra rezultatului. Pe măsură ce ratele dobânzilor au scăzut, cumpărătorii au ajuns să plătească un preț prea mare pentru aceste titluri, iar prețul de piață al multora dintre ele a scăzut ulterior într-o măsură apreciabilă. Acesta este un aspect al tendinței generale de a vinde tot soiul de titluri de valoare noi atunci când condițiile sunt foarte favorabile emitentului; în cazul titlurilor de calitatea întâi însă, efectele negative pe care le resimte cumpărătorul tind să fie mai mult neplăcute decât grave.

Situația se dovedește a fi oarecum diferită atunci când studiem obligațiunile și acțiunile privilegiate de rang inferior vândute în 1945-1946 și 1960-1961. În acest caz, efectul campaniilor de promovare este mai vizibil, din cauză că majoritatea acestor titluri au fost vândute investitorilor individuali, fără experiență. Caracteristica ofertelor respective a constituit-o lipsa unei prestații adecvate, apreciate în funcție de rezultatele obținute de companii pe parcursul unui număr suficient de ani. În majoritatea cazurilor, ele chiar păreau a fi destul de sigure, dacă se pornea de la premisa că profiturile obținute în ultima vreme avea să se repete în viitor fără diminuări semnificative.

---

* De curând, profesorii de finanțe Owen Lamont de la Universitatea din Chicago și Paul Schultz de la Universitatea din Notre Dame au demonstrat că firmele oferă în mod special acțiuni noi când piața bursieră este aproape de un nivel maxim. Pentru o discuție tehnică despre aceste emisiuni, a se vedea articolul lui Lamont „Evaluating Value Weighting: Corporate Events and Market Timing" și al lui Schultz „Pseudo Market Timing and the Long-Run Performance of IPOs" la http://papers.ssm.com.

Scanned with OKEN Scanner

Agenţiile de investiţii care au lansat pe piaţă aceste emisiuni au acceptat, se pare, această premisă, iar celor care le-au vândut nu le-a fost greu să se convingă pe ei înşişi şi pe clienţii lor de un efect asemănător. În orice caz, această strategie de investiţii nu a fost viabilă, ea dovedindu-se foarte probabil extrem de costisitoare.

Perioadele de creştere a pieţei sunt caracterizate de regulă prin transformarea unui număr mare de firme aflate în proprietate privată în companii cu acţiuni cotate la bursă. Aşa s-a întâmplat în 1945-1946, procesul reîncepând în 1960. El a atins apoi proporţii extraordinare până când s-a încheiat într-un mod catastrofal în mai 1962. După obişnuita perioadă de „abţinere" care a durat câţiva ani, întreaga tragicomedie s-a repetat, pas cu pas, în 1967-1969.*

Noile oferte de acţiuni ordinare

Paragrafele următoare sunt reproduse întocmai din ediţia din 1959, cu comentariul aferent:

> Finanţarea prin emiterea de acţiuni ordinare îmbracă două forme diferite. În cazul companiilor deja cotate, acţionarilor existenţi li se

---

* Între iunie 1960 şi mai 1962, peste 850 de companii au oferit pentru prima oară publicului acţiuni proprii – în medie, mai mult de o companie pe zi. La sfârşitul lui 1967, piaţa IPO cunoştea un nou tumult; în 1969 au apărut 781 de acţiuni noi. Oferta prea mare a contribuit la scăderea pieţelor în 1969 şi 1973-1974. În 1974, piaţa IPO a stagnat atât de mult, încât în tot anul n-au apărut decât nouă acţiuni noi, iar în 1975, numai 14. Această ofertă insuficientă a contribuit, în schimb, la creşterea pieţei în anii 1980, când circa 4.000 de acţiuni noi au inundat piaţa – contribuind la declanşarea entuziasmului exagerat care a dus la prăbuşirea din 1987. Apoi situaţia s-a inversat din nou, numărul de IPO scăzând drastic în perioada 1988-1990. Această diminuare a contribuit la creşterea pieţei în anii 1990 – şi chiar în acel moment, comunitatea financiară s-a pus din nou pe treabă, creând acţiuni noi şi lansând pe piaţă aproape 5.000 de IPO. Apoi, după balonul speculativ din 2000, s-au emis numai 88 de IPO în 2001 – cel mai mic total anual realizat din 1979. În orice caz, după ce s-a ars cu IPO, publicul nu s-a mai atins de ele cel puţin doi ani, întorcându-se însă întotdeauna la acestea pentru a se mai arde o dată. De când există pieţele bursiere, investitorii au trecut prin acest ciclu maniaco-depresiv. În prima mare perioadă de explozie a acestor IPO din istoria Americii, petrecută în 1825, se spune că un om ar fi murit călcat în picioare de speculatorii care încercau să cumpere acţiuni la noua Bancă din Southwark; cumpărătorii mai înstăriţi au angajat bandiţi care au ajuns în faţă făcându-şi loc cu pumnii. Bineînţeles că, până în 1829, acţiunile şi-au pierdut 25% din valoare.

Scanned with OKEN Scanner

oferă alte acțiuni, proporțional cu partea din capital deținută. Prețul de subscriere este stabilit sub prețul curent al pieței, iar „drepturile" de subscriere au o valoare bănească inițială.* Vânzarea unor acțiuni noi este aproape întotdeauna subscrisă de una sau mai multe agenții de investiții, dar în general se speră și este de așteptat ca toate acțiunile noi să fie însușite prin exercitarea drepturilor de subscriere. Astfel, vânzarea acțiunilor ordinare emise suplimentar de companiile cotate nu necesită în mod obișnuit un efort special din partea firmelor distribuitoare.

Cea de-a doua formă o constituie distribuirea către public a acțiunilor ordinare aparținând întreprinderilor aflate anterior în proprietate privată. Majoritatea acestor acțiuni se vând în beneficiul celor cu participații majoritare, pentru a le permite să le încaseze în condițiile unei piețe favorabile și să-și diversifice resursele financiare. (Când se strâng fonduri suplimentare pentru firmă, acestea se obțin de multe ori prin vânzarea de acțiuni privilegiate, cum s-a arătat mai înainte.) Această activitate se desfășoară după un model bine definit, care, datorită naturii pieței titlurilor de valoare, produce mari pierderi și dezamăgiri în rândul publicului. Pericolele apar atât din cauza caracterului firmelor care se finanțează în acest fel, cât și din cauza condițiilor de piață care fac posibilă finanțarea.

În prima parte a secolului, o mare parte a celor mai mari companii ale noastre au început să fie cotate la bursă. Odată cu trecerea timpului, numărul întreprinderilor de prim ordin care au rămas în mâna unui număr restrâns de proprietari a scăzut constant; prin urmare, ofertele inițiale de acțiuni ordinare au înclinat să se concentreze tot mai mult în companii relativ mici. Printr-o nefericită coincidență, în aceeași perioadă, publicul cumpărător de acțiuni căpăta o preferință pregnantă pentru companiile importante și o prejudecată asemănătoare față de cele mai mici. Această prejudecată, asemenea multor altora, tinde să slăbească pe măsură ce se înmulțesc perioadele de creștere a pieței; profiturile mari, obținute cu ușurință pe seama acțiunilor ordinare în ansamblu sunt suficiente pentru a diminua capacitatea critică a publicului, dar și pentru a ascuți instinctul acaparator al acestuia. De asemenea, în aceste perioade se poate constata că foarte

---

* Aici Graham prezintă ofertele de drepturi, caz în care investitorilor care posedă deja acțiuni li se cere să mai pompeze niște bani pentru a păstra proporția participării la capitalul companiei. Această formă de finanțare, încă larg răspândită în Europa, a devenit o raritate în SUA, cu excepția unor fonduri mutuale închise.

Scanned with OKEN Scanner

multe companii private obţin rezultate excelente – cu toate că majoritatea lor nu ar impresiona prea mult dacă cifrele ar fi raportate la ceea ce s-a întâmplat, să zicem, cu zece ani în urmă sau mai mult.

Când toţi aceşti factori sunt puşi laolaltă, apar următoarele consecinţe: la un moment dat, în plin proces de creştere a pieţei, îşi fac apariţia primele oferte iniţiale de acţiuni ordinare. Preţul lor nu este atrăgător, iar cumpărătorii acţiunilor emise anterior obţin profituri destul de mari. Cum piaţa continuă să crească, această modalitate de finanţare este folosită tot mai des; calitatea companiilor scade din ce în ce mai mult; preţurile cerute şi obţinute sunt exorbitante. Un semn aproape sigur de apropiere a sfârşitului acestei perioade de creştere îl reprezintă faptul că acţiunile ordinare nou-emise de nişte companii mici, nesemnificative sunt oferite la preţuri ceva mai mari decât cele la care se vând în mod curent acţiunile multor companii de dimensiune medie cu o prezenţă îndelungată pe piaţă. (Trebuie adăugat că, de obicei, finanţarea prin emisiunea de acţiuni ordinare se realizează în foarte mică măsură cu ajutorul băncilor mari, cunoscute.)*

Neglijenţa publicului şi dorinţa organizaţiilor distribuitoare de a vinde orice le aduce profit pot avea o singură urmare: prăbuşirea preţurilor. În multe cazuri, noile emisiuni pierd 75% şi chiar mai mult din preţul de ofertă. Situaţia este înrăutăţită de faptul amintit mai înainte, potrivit căruia, în fond, publicul are o aversiune reală faţă de chiar acel gen de titluri fără o valoare deosebită pe care le-a achiziţionat cu atâta grabă în clipele sale de neglijenţă. Multe dintre aceste titluri scad sub valoarea lor reală tot atât de mult pe cât s-au vândut înainte la un preţ peste aceasta.

Una dintre condiţiile elementare pe care trebuie să le îndeplinească investitorul inteligent este capacitatea lui de a rezista linguşelilor vânzătorilor care oferă noi acţiuni ordinare în perioadele de creştere a pieţei. Chiar dacă se găsesc una-două emisiuni care să poată trece testele dificile ale calităţii şi valorii, probabil că nu este bine să te

---

* În zilele lui Graham, cele mai cunoscute agenţii de investiţii se ţineau departe de afacerile cu IPO, care erau considerate o exploatare nedemnă a investitorilor naivi. La vârful perioadei de explozie a IPO, petrecut la sfârşitul lui 1999 şi începutul lui 2000, cele mai mari agenţii de investiţii de pe Wall Street se aruncaseră cu capul înainte. Firme respectabile au renunţat la prudenţa obişnuită şi s-au comportat asemenea unor oameni beţi care se luptă în noroi, străduindu-se să strecoare publicului plin de nerăbdare acţiuni mult supraevaluate. Descrierea făcută de Graham procesului IPO ar trebui să fie lectură obligatorie la orele de etică în sectorul agenţiilor de investiţii, dacă ar exista aşa ceva.

Scanned with OKEN Scanner

amesteci în acest gen de afaceri. Bineînțeles că vânzătorul va indica multe asemenea emisiuni care au înregistrat o creștere semnificativă a prețului de piață – inclusiv unele care cresc spectaculos în chiar ziua vânzării. Însă toate aceste lucruri alcătuiesc atmosfera speculativă. Sunt bani câștigați ușor. Pentru fiecare dolar câștigat astfel, veți fi norocoși dacă veți ajunge să pierdeți numai doi.

Unele dintre aceste titluri se pot dovedi achiziții excelente – după câțiva ani, când nimeni nu le mai dorește și pot fi cumpărate la un preț cu mult mai mic decât valoarea lor reală.

În ediția din 1965, continuam discuția noastră pe această temă în felul următor:

Dacă aspectele generale ale comportamentului pieței bursiere începând cu 1949 nu s-au pretat unei analize bazate pe experiența îndelungată acumulată, lansarea unor noi emisiuni de acțiuni ordinare s-a făcut întocmai după vechea rețetă. Nu se știe dacă ni s-au oferit vreodată până acum atâtea titluri noi, de o calitate atât de scăzută și care au suferit prăbușiri atât de mari ale prețurilor, câte ni s-au oferit în 1960-1962.[4] Capacitatea pieței bursiere în ansamblu de a ieși repede din acea situație dezastruoasă este într-adevăr un fenomen extraordinar, care readuce în memorie lucruri de mult uitate cu privire la invulnerabilitatea asemănătoare manifestată de aceasta față de marea prăbușire suferită de sectorul imobiliar din Florida în 1925.

Este necesară o întoarcere la nebunia ofertelor de acțiuni noi pentru a se pune definitiv capăt actualei perioade de creștere a pieței? Cine știe? Știm însă că un investitor inteligent nu va uita ce s-a întâmplat în 1962, lăsându-i pe alții să obțină următoarea serie de profituri rapide în acest domeniu și să sufere pierderile îngrozitoare care vor urma.

După aceste paragrafe, am dat în ediția din 1965 „Un exemplu groaznic", și anume vânzarea acțiunilor emise de Aetna Maintenance Co. la prețul de 9 $ în noiembrie 1961. Ca de obicei, acțiunile au crescut repede la 15 $; în anul următor, au scăzut la $2^{3}/_{8}$, iar în 1964, la $^{7}/_{8}$. Evoluția ulterioară a acestei companii a fost una extraordinară, ilustrând una dintre straniile metamorfoze produse cu firmele americane, mari și mici, în ultimii ani. Cititorul curios va afla date despre istoria mai veche și mai nouă a acestei întreprinderi în anexa 5.

Scanned with OKEN Scanner

Nu este deloc dificil să dăm exemple şi mai îngrozitoare preluate din versiunea mai recentă a „vechii poveşti", care se referă la perioada 1967-1970. N-ar putea exista un exemplu mai nimerit în acest caz decât cel al AAA Enterprises, care se întâmplă să fie prima companie cuprinsă la acea vreme în „Ghidul acţiunilor" publicat de Standard & Poor's. Acţiunile ei s-au vândut publicului cu 14 $ în 1968, au crescut repede la 28, dar la începutul lui 1971 aveau un preţ jalnic, 25 de cenţi. (Chiar şi acest preţ era prea mare pentru întreprinderea respectivă, care abia intrase în procedura de faliment, aflându-se într-o situaţie disperată.) Sunt atâtea lucruri de învăţat şi atâtea avertismente importante de însuşit din povestea acestei emisiuni de acţiuni, încât am păstrat-o pentru a fi analizată mai pe larg în capitolul 17.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 6

„Loviturile pe care le ratezi sunt cele care te extenuează."

Angelo Dundee, antrenor de box

Pentru investitorul agresiv, ca şi pentru cel defensiv, ceea ce nu face este la fel de important ca şi ceea ce face. În acest capitol, Graham arată „ceea ce nu trebuie să facă" investitorii agresivi. Iată cum stau lucrurile astăzi.

CÂINI GUNOIERI?

Obligaţiunile cu randament mare – pe care Graham le numeşte „de rangul al doilea" sau „de rang inferior", iar astăzi sunt numite „obligaţiuni de calitate inferioară" – sunt respinse ferm de Graham. În zilele sale, era mult prea costisitor şi împovărător pentru un investitor individual să-şi diversifice riscurile de neplată.[1] (Pentru a vedea cât de nefastă poate fi incapacitatea de plată şi cu câtă neatenţie pot cumpăra asemenea obligaţiuni chiar şi cei mai „sofisticaţi" investitori profesionişti, a se vedea caseta de la p. 154.) Astăzi însă există peste 130 de fonduri mutuale specializate în obligaţiuni de calitate inferioară. Ele cumpără cu toptanul obligaţiuni de calitate inferioară şi deţin în portofoliu zeci de obligaţiuni diferite. Aceasta atenuează nemulţumirile lui Graham cu privire la dificultatea diversificării. (Prejudecata lui faţă de acţiunile privilegiate cu randament mare rămâne însă valabilă, căci nu există încă un mijloc ieftin, utilizabil pe scară largă, de repartizare a riscurilor pe care le presupun acestea.)

---

[1] La începutul anilor 1970, când scria Graham, existau mai puţin de 12 fonduri de obligaţiuni de calitate inferioară, aproape toate percepând un comision din vânzări de până la 8,5%; unele chiar îi puneau pe investitori să plătească o taxă pentru privilegiul de a reinvesti în fond dividendele lunare.

Scanned with OKEN Scanner

O LUME A DURERII PENTRU OBLIGAȚIUNILE WORLDCOM

A cumpăra o obligațiune doar pentru randamentul ei este ca şi cum te-ai căsători doar pentru a face dragoste. Dacă lucrul care te-a atras cel mai mult dispare, te vei trezi întrebând: „Ce altceva mi se mai oferă?" Când răspunsul este „nimic", soții şi deținătorii de obligațiuni deopotrivă sfârşesc cu inima frântă.

Pe 9 mai 2001, WorldCom, Inc., a vândut cea mai mare emisiune de obligațiuni din istoria corporațiilor americane, în valoare de 11,9 miliarde $. Dintre zeloşii atraşi de randamentele de până la 8,3% au făcut parte California Public Employees' Retirement System, unul dintre cele mai mari fonduri de pensii din lume, Retirement Systems of Alabama, ai cărui manageri au explicat ulterior că „randamentele superioare" erau „foarte atrăgătoare pentru noi în momentul achiziției", şi Strong Corporate Bond Fund, al cărui coadministrator a fost atât de tentat de câştigul gras oferit de WorldCom, încât a spus cu mândrie: „Ni se oferă un venit suplimentar mai mult decât suficient pentru riscul asumat."[1]

Însă numai şi după o privire de 30 de secunde aruncată pe prospectul de emisiune a obligațiunilor WorldCom s-ar fi văzut că acestea nu au altceva de oferit *decât* randamentul lor – şi numai pierderi. În doi dintre cei cinci ani anteriori, venitul brut al WorldCom (profitul companiei înainte de achitarea datoriilor către Fisc) n-a acoperit cheltuielile fixe (costurile aferente plății dobânzii către deținătorii de obligațiuni) cu incredibila sumă de 4,1 miliarde $. WorldCom putea onora aceste plăți doar împrumutând alți bani de la bănci. Iar acum, cu această nouă şi gigantică emisiune de obligațiuni, WorldCom îşi umfla cheltuielile cu plata dobânzii cu alte 900 de milioane $ pe an![2] Asemenea domnului Creosote din filmul de comedie „Monty Python şi sensul vieții", WorldCom s-a îndopat până când a explodat.

Niciun randament n-ar putea fi vreodată suficient de mare ca să compenseze riscul unei asemenea explozii pe care şi-l asumă un investitor. Obligațiunile WorldCom au produs într-adevăr randamente de până la 8% vreme de câteva luni. Apoi, aşa cum şi Graham ar fi anticipat, randamentul n-a mai oferit dintr-odată nicio protecție:

- WorldCom a intrat în faliment în iulie 2002.
- WorldCom a recunoscut în august 2002 că a supraestimat profitul cu peste 7 miliarde $.[3]

Scanned with OKEN Scanner

- Obligațiunile WorldCom au intrat în incapacitate de plată atunci când compania n-a mai putut să acopere cheltuielile cu plata dobânzilor; obligațiunile au pierdut peste 80% din valoarea inițială.

[1] A se vedea www.calpers.ca.gov/whatshap/hottopic/worldcom_faqs.htm şi www.calpers.ca.gov/whatsnew/press/2002/0716a.htm; raportul trimestrial cu privire la investițiile efectuate, emis de Retirement Systems of Alabama pe 31 mai 2001, la www.rsa.state.al.us/Investments/quarterly_report.htm; şi John Bender, coadministrator la Strong Corporate Bond Fund, citat în www.businessweek.com/magazine/content/01_22/b3734118.htm.

[2] Toate cifrele sunt extrase din prospectul WorldCom, sau documentul de vânzare, întocmit pentru oferta de obligațiuni. Înregistrat pe 11 mai 2001, poate fi văzut pe www.sec.gov/edgar/searchedgar/companysearch.html (în fereastra „Company name", introduceți „WorldCom"). Chiar dacă n-ar fi ştiut dinainte ceea ce ştim noi astăzi, că profiturile WorldCom au fost supraestimate într-un mod fraudulos, oferta de obligațiuni a WorldCom l-ar fi consternat pe Graham.

[3] Documentația referitoare la prăbuşirea WorldCom o puteți găsi la www.worldcom.com/infodesk.

Din 1978, 4,4% dintre obligațiunile de calitate inferioară intră, în medie, într-un an, în incapacitate de plată – dar, chiar şi-aşa, obligațiunile de calitate inferioară produc încă un randament anualizat de 10,5%, comparativ cu 8,6% cât produc obligațiunile americane de tezaur cu scadența la 10 ani.[2] Din păcate, majoritatea *fondurilor* de obligațiuni de calitate inferioară percep comisioane mari şi nu reuşesc să mențină valoarea capitalului inițial pe care-l investiți. O investiție într-un asemenea fond ar putea fi adecvată dacă sunteți pensionari, vă interesează să obțineți un venit lunar suplimentar care să completeze pensia şi puteți tolera scăderile temporare ale valorii. Dacă lucrați la o bancă sau la o altă instituție financiară, o creştere bruscă a ratelor dobânzilor v-ar putea limita creşterea salariului sau chiar amenința locul de muncă – aşa încât un fond de obligațiuni de calitate inferioară, care tinde să dea un randament mai bun în comparație cu majoritatea celorlalte fonduri de obligațiuni atunci când ratele dobânzilor cresc, ar putea reprezenta o contrapondere la fondul dumneavoastră de pensie. Investiția într-un fond de obligațiuni de calitate inferioară este însă doar o posibilitate secundară – nu o obligație – pentru investitorul inteligent.

---

[2] Edward I. Altman, Gaurav Bana, „Defaults and Returns on High-Yield Bonds", studiu, Stern School of Business, New York University, 2002.

Scanned with OKEN Scanner

PORTOFOLIUL „VOTCĂ ŞI BURITO"

Graham considera obligaţiunile străine o investiţie la fel de riscantă ca obligaţiunile de calitate inferioară.[3] Astăzi însă o anumită categorie de obligaţiuni străine poate prezenta oarece interes pentru investitorii care sunt în stare să-şi asume riscuri mari. Vreo douăsprezece fonduri mutuale sunt specializate în obligaţiuni emise în ţări cu economie de piaţă aflată în plină ascensiune (sau ceea ce se numea în trecut „ţări din Lumea a Treia"), precum Brazilia, Mexic, Nigeria, Rusia şi Venezuela. Niciun investitor zdravăn la cap n-ar investi în asemenea titluri extrem de tentante mai mult de 10% din capitalul plasat în obligaţiuni. Evoluţia fondurilor de obligaţiuni emise pe pieţele în ascensiune este însă rareori sincronizată cu cea a pieţei bursiere americane, şi de aceea ele reprezintă una dintre puţinele investiţii a căror valoare este puţin probabil să scadă doar pentru că indicele Dow a coborât. Acest lucru vă poate asigura un colţ de linişte în portofoliul dumneavoastră exact în momentul în care se poate să aveţi mare nevoie de aşa ceva.[4]

MOARTE DE TRADER

Aşa cum am arătat în capitolul 1, speculaţia pe cursul zilnic – posesia unui pachet de acţiuni vreme de câteva ore – este una dintre cele mai bune arme de sinucidere financiară inventate vreodată. Din unele tranzacţii poate veţi obţine profit, din cele mai multe vă veţi alege cu pierderi, dar brokerul dumneavoastră va ieşi întotdeauna în câştig.

De asemenea, propria dumneavoastră nerăbdare de a cumpăra sau de a vinde nişte acţiuni vă poate diminua randamentul. Cineva disperat să cumpere o acţiune poate ajunge uşor să trebuiască să ofere cu 10 cenţi peste ultimul preţ oferit înainte ca un vânzător să fie dispus să i-o cedeze. Acest cost suplimentar, numit „impact de piaţă", nu este trecut niciodată în situaţia pe care vi-o prezintă agenţia de

---

[3] Graham nu critica obligaţiunile străine cu lejeritate, căci, la începutul carierei, el însuşi a lucrat la New York vreme de câţiva ani, ca agent pentru emitenţii de obligaţiuni din Japonia.

[4] Două dintre fondurile de obligaţiuni emise pe pieţele în ascensiune, bine gestionate, care practică tarife mici sunt Fidelity New Markets Income Fund şi T. Rowe Price Emerging Markets Bond Fund; pentru mai multe informaţii, a se vedea www.fidelity.com, www.troweprice.com şi www.morningstar.com. Nu cumpăraţi niciodată asemenea titluri de la un fond care are cheltuieli anuale de exploatare mai mari de 1,25% şi fiţi atenţi că unele dintre aceste fonduri percep taxe de răscumpărare pe termen scurt pentru a-i descuraja pe investitori să le păstreze mai puţin de trei luni.

Scanned with OKEN Scanner

brokeraj, dar el există. Dacă sunteți extrem de nerăbdători să cumpărați 1.000 de acțiuni la o anumită companie și creșteți prețul oferit cu numai cinci cenți, tocmai vă taxați pe dumneavoastră înșivă cu invizibila, dar foarte reala sumă de 50 $. Invers, când investitorii panicați se grăbesc să vândă un pachet de acțiuni și-l oferă la un preț inferior celui obținut ultima oară, impactul de piață se face din nou simțit.

Costurile de tranzacționare vă ajustează randamentele asemenea unui șmirghel. Cumpărarea sau vânzarea unui mic pachet de acțiuni foarte căutate vă poate costa între 2% și 4% (sau între 4% și 8% în cazul unei tranzacții „dus-întors", de cumpărare și vânzare).[5] Dacă investiți 1.000 $ într-un pachet de acțiuni, costurile de tranzacționare v-ar putea lua vreo 40 $ încă înainte de a începe măcar să cumpărați. Dacă vindeți acțiunile, s-ar putea să mai pierdeți 4% cu cheltuielile de tranzacționare.

Și mai este un lucru. Când faceți speculații în loc să investiți, câștigurile pe termen lung (impozitate, în cazul operațiunilor de capital, cu o cotă maximă de 20%) vi se transformă în venit din activitatea curentă (impozitat cu o cotă maximă de 38,6%).

Adunând totul, veți vedea că o persoană care face tranzacții la bursă trebuie să câștige cel puțin 10% *doar* pentru a-și acoperi cheltuielile cu operațiunile de cumpărare și vânzare a unui pachet de acțiuni.[6] Oricine poate face asta o dată, dacă are noroc. A face așa ceva suficient de des pentru a se justifica atenția obsesivă pe care o reclamă – plus stresul de coșmar pe care-l generează – este un lucru imposibil.

Mii de oameni au încercat asta, iar dovezile sunt clare: cu cât faci mai multe asemenea tranzacții, cu atât îți rămân mai puțini bani.

Profesorii de finanțe Brad Barber și Terrance Odean de la Universitatea California au analizat rezultatele tranzacțiilor efectuate de peste 66.000 de clienți ai unei importante firme de brokeraj cu tarife reduse. Între 1991 și 1996, acești clienți au făcut peste 1,9 milioane de tranzacții. Înainte ca randamentele să le fie ajustate prin deducerea costurilor de tranzacționare, ei băteau efectiv piața cu o medie de cel

---

[5] Sursa cea mai autorizată de informații cu privire la costurile de brokeraj sunt Plexus Group din Santa Monica, statul California, și site-ul acestei firme, www.plexusgroup.com. Specialiștii săi susțin cu convingere că, așa cum cea mai mare parte a unui aisberg se află sub oglinda apei, grosul costurilor de brokeraj este invizibil – făcându-i pe investitori să creadă în mod greșit că, dacă comisioanele pe care le plătesc sunt mici, costurile lor de tranzacționare sunt nesemnificative. Costurile de tranzacționare a unor acțiuni la NASDAQ sunt considerabil mai mari pentru persoanele fizice decât costurile de tranzacționare a unor acțiuni la NYSE (a se vedea p. 134, nota de subsol 5).

[6] Condițiile reale sunt și mai dure, căci noi, în acest exemplu, ignorăm impozitele statale pe venit.

Scanned with OKEN Scanner

puțin jumătate de punct procentual pe an. După scăderea costurilor de tranzacționare însă, cei mai activi dintre ei – care schimbau peste 20% din plasamente în fiecare lună – au ajuns să fie bătuți de piață cu un procentaj amețitor de 6,4 puncte pe an. Investitorii cei mai răbdători însă – care au tranzacționat în medie pe lună numai 0,2% din totalul titlurilor deținute – au reușit să întreacă piața la mustață, chiar și după scăderea costurilor de tranzacționare. În loc să dea o mare parte din câștiguri brokerilor și Fiscului, ei au păstrat aproape totul.[7] Rezultatele sunt prezentate în figura 6-1.

Concluzia este limpede: nu faceți pur și simplu ceva, rămâneți acolo. Este timpul ca lumea să înțeleagă faptul că termenul „investitor pe termen lung" este de prisos. Investitorul pe termen lung este singurul investitor care poate exista. Cineva care nu-și poate păstra acțiunile mai mult de câteva luni la un moment dat este sortit să sfârșească nu ca un învingător, ci ca o victimă.

CINE SE SCOALĂ DE DIMINEAȚĂ DEPARTE AJUNGE

Dintre ideile cele mai nefaste de îmbogățire rapidă care au otrăvit mintea investitorilor în anii 1990, una dintre cele mai fatale a fost aceea că poți să faci avere cumpărând IPO. IPO este o „ofertă publică inițială" (*initial public offering*) sau prima vânzare către public a acțiunilor unei companii. La prima vedere, plasamentele în IPO par o idee grozavă – în definitiv, dacă ați fi cumpărat 100 de acțiuni Microsoft în momentul în care acestea au fost oferite publicului pe 13 martie 1986, investiția dumneavoastră de 2.100 $ ar fi ajuns să valoreze 720.000 $ la începutul lui 2003.[8] Iar profesorii de finanțe Jay Ritter și William Schwert au demonstrat că, dacă ați fi plasat în total numai 1.000 $, la prețul de ofertă, în fiecare IPO din ianuarie 1960 care s-a epuizat la sfârșitul lunii respective, și apoi ați fi investit din nou în fiecare dintre IPO-urile lansate în lunile următoare, portofoliul dumneavoastră ar fi valorat la sfârșitul anului 2001 peste 533×10^{33} $.

(Desfășurată, suma respectivă arată astfel: 533.000.000.000.000.000.000.000.000.000.000 $.)

---

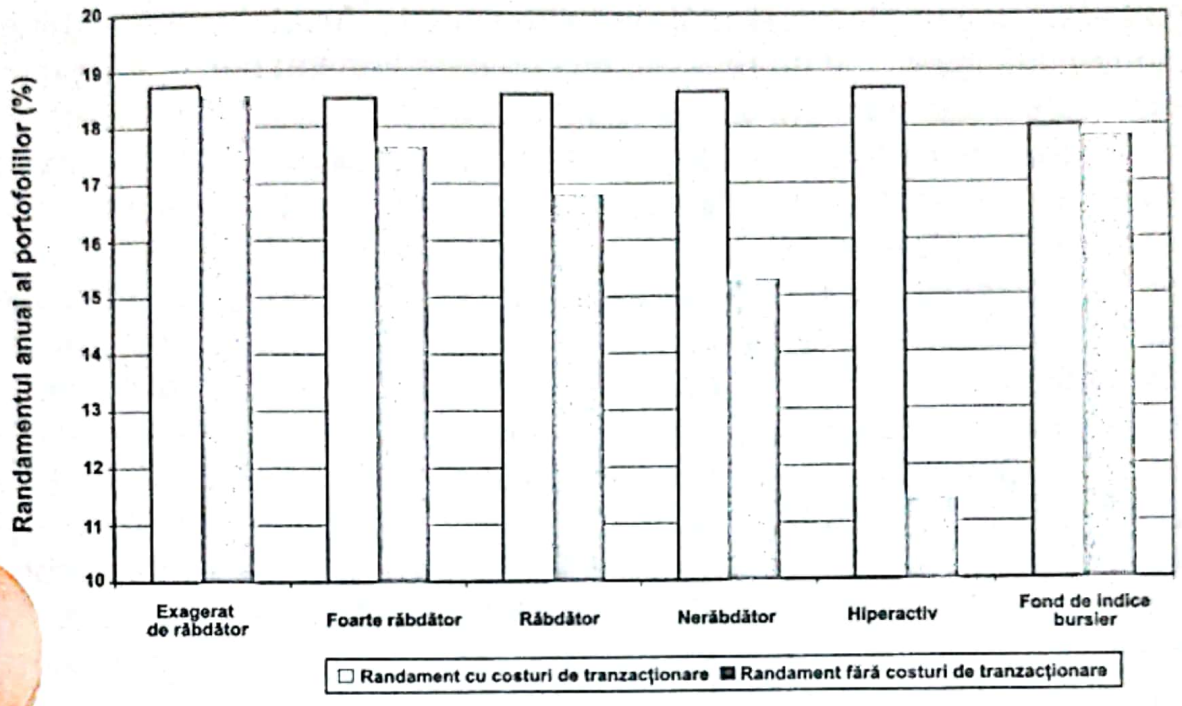
[7] Concluziile lui Barber și Odean se găsesc la http://faculty.haas.berkeley.edu/odean/Current%20Research.htm și la http://faculty.gsm.ucdavis.edu/~bmbarber/research/default.html. Întâmplarea face ca multe studii realizate în rândul agenților de investiții să fi dat rezultate practic identice – deci problema nu se limitează la persoanele „naive".

[8] A se vedea www.microsoft.com/msft/stock.htm, „IPO investment results".

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 6-1

Cu cât alergi mai repede, cu atât rămâi mai în urmă



Cercetătorii Brad Barber şi Terrance Odean au împărţit miile de traderi în cinci categorii în funcţie de frecvenţa cu care şi-au schimbat plasamentele. Cei care au făcut cele mai puţine tranzacţii (reprezentaţi în partea stângă) şi-au însuşit cea mai mare parte a câştigurilor. Traderii nerăbdători şi hiperactivi i-au îmbogăţit pe brokeri, nu pe ei înşişi. (Ultimele coloane din dreapta reflectă, pentru comparaţie, rezultatele obţinute de un fond bazat pe un indice bursier.)

Sursa: prof. Brad Barber, Universitatea California din Davis, şi prof. Terrance Odean, Universitatea California din Berkeley.

Din păcate, pentru fiecare IPO ca Microsoft care se dovedeşte a fi o investiţie de mare succes există mii de IPO dezastruoase. Psihologii Daniel Kahneman şi Amos Tversky au demonstrat că, atunci când estimăm probabilitatea sau frecvenţa producerii unui eveniment, avem în vedere nu cât de des s-a produs acel eveniment de fapt, ci cât de impresionaţi am fost de exemplele din trecut. Toţi vrem să cumpărăm „următoarea serie de acţiuni Microsoft", tocmai pentru că ştim că am ratat prima serie de acţiuni Microsoft. Ne convine însă să ignorăm faptul că majoritatea celorlalte IPO au fost nişte investiţii groaznice. Aţi fi putut câştiga acea sumă de 533×10^{33} $ doar dacă n-aţi fi pierdut niciuna dintre rarele IPO de succes – ceea ce este practic imposibil. În

Scanned with OKEN Scanner

fine, majoritatea câştigurilor mari aduse de IPO sunt însuşite de membrii unui club exclusivist – marile agenţii de investiţii şi fonduri mutuale care cumpără acţiunile la preţul iniţial (de „subscriere"), înainte ca ele să fie tranzacţionate public. Marile „ascensiuni" le înregistrează adeseori acţiuni atât de neînsemnate, încât nici măcar mulţi dintre marii investitori nu reuşesc să cumpere vreuna; pentru că, pur şi simplu, nu sunt oferite în cantitate suficientă.

Dacă, asemenea aproape tuturor investitorilor, nu aveţi acces la IPO decât *după* ce acţiunile au depăşit cu mult preţul iniţial exclusiv, rezultatele dumneavoastră vor fi îngrozitoare. Din 1980 până în 2001, dacă aţi fi cumpărat o acţiune obişnuită la primul preţ public de închidere şi aţi fi păstrat-o vreme de trei ani, aţi fi realizat un randament anual cu peste 23 de puncte procentuale mai mic decât cel al pieţei.[9]

Poate că nicio emisiune de acţiuni nu personifică himera îmbogăţirii din IPO mai bine ca aceea a companiei VA Linux. „LNUX, URMĂTORUL MSFT", a exultat unul dintre primii cumpărători; „CUMPĂRAŢI ACUM, ŞI PESTE CINCI ANI VĂ VEŢI PENSIONA".[10] Pe 9 decembrie 1999, acţiunile acesteia au făcut obiectul unei oferte publice iniţiale la preţul de 30 $. Cererea pentru ele a fost însă atât de mare, încât, atunci când NASDAQ s-a deschis în dimineaţa zilei respective, niciunul dintre proprietarii iniţiali ai VA Linux n-a dat drumul la nicio acţiune până când preţul n-a urcat la 299 $. Cursul a atins nivelul maxim de 320 $ şi s-a închis la 239,25 $, înregistrându-se *într-o singură zi* un câştig de 697,5%. Dar acel câştig a fost însuşit numai de câţiva traderi instituţionali; investitorii individuali au fost eliminaţi de pe piaţă aproape în totalitate.

Şi mai important este faptul că achiziţia de IPO nu constituie o strategie adecvată din cauză că violează în mod flagrant una dintre cele mai elementare reguli ale lui Graham: indiferent câţi oameni vor să cumpere o acţiune, tu nu trebuie să cumperi decât dacă acest lucru este o modalitate ieftină de a deveni proprietarul unei afaceri convenabile. La preţul maxim din prima zi, investitorii evaluau toate acţiunile VA Linux la 12,7 miliarde $. Cât valorau afacerile companiei? În mai puţin de cinci ani, VA Linux vânduse programe şi servicii în valoare

---

[9] Jay R. Ritter, Ivo Welch, „A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations", *Journal of Finance*, august 2002, p. 1797. Site-ul lui Ritter de la adresa http://bear.cba.ufl.edu/ritter/ şi pagina lui Welch de la adresa http://welch.som.yale.edu/ sunt surse preţioase de date pentru toţi cei interesaţi de IPO.

[10] Mesajul nr. 9, postat de „GoldFingers69" în căsuţa de mesaje a VA Linux (LNUX) de la adresa messages.yahoo.com, datat 16 decembrie 1999. MSFT este simbolul de cotare al Microsoft Corp.

Scanned with OKEN Scanner

totală de 44 de milioane $ – dar avusese pierderi din desfacere de 25 de milioane $. În ultimul trimestru fiscal, VA Linux realizase vânzări de 15 milioane $, dar înregistrase pierderi din desfacere de 10 milioane $. Firma pierdea aşadar aproape 70 de cenţi la fiecare dolar pe care-l încasa. Deficitul acumulat de VA Linux (diferenţa dintre cheltuielile totale şi venituri) era de 30 de milioane $.

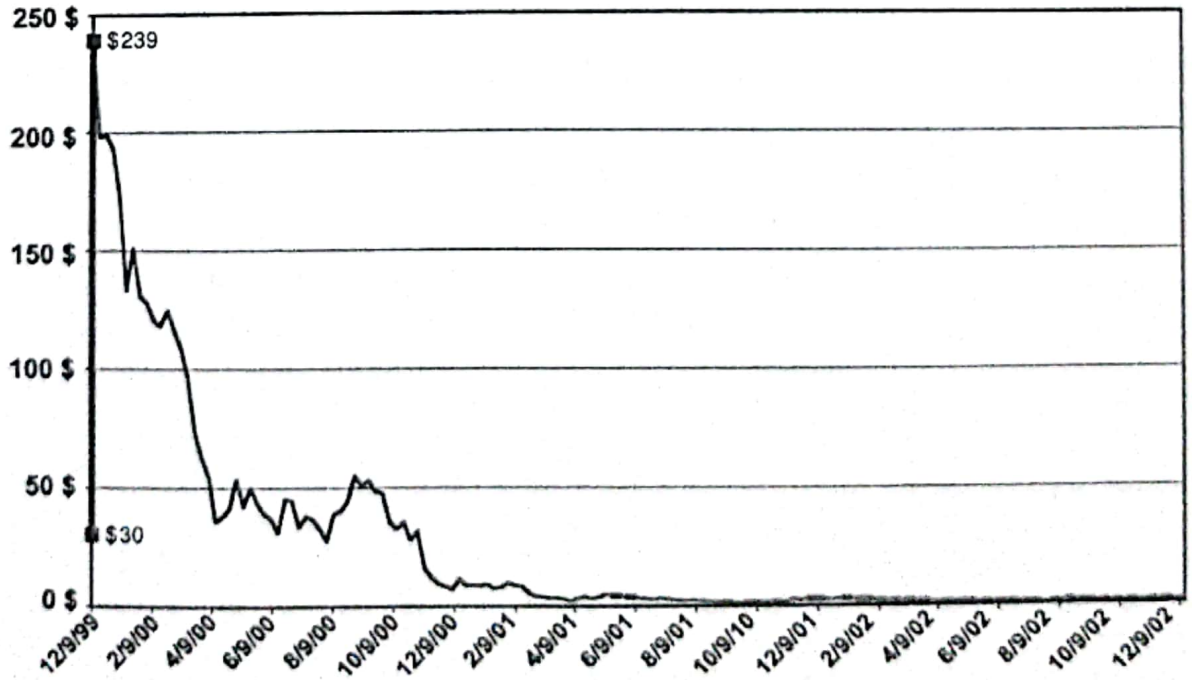
Dacă VA Linux ar fi o companie privată aflată în proprietatea vecinului dumneavoastră, iar acesta s-ar apleca peste gard şi v-ar întreba cât aţi da pe mica şi zbuciumata lui afacere, dumneavoastră i-aţi răspunde „păi, 12,7 miliarde $ mi se pare un preţ corect"? Sau, dimpotrivă, i-aţi zâmbi politicos, v-aţi întoarce la grătarul dumneavoastră şi v-aţi întreba ce fumează oare vecinul? Bazându-ne exclusiv pe propriile aprecieri, niciunul dintre noi n-ar vrea nici mort să plătească aproape 13 miliarde $ pentru o firmă care pierde bani şi care are deja o gaură de 30 de milioane $.

Când suntem însă în spaţiul public, nu în cel privat, când evaluarea devine brusc un concurs de popularitate, preţul unei acţiuni pare a fi mai important decât valoarea afacerii pe care o reprezintă. Atâta vreme cât altcineva va plăti şi mai mult decât aţi plătit dumneavoastră pentru o acţiune, de ce mai contează cât valorează afacerea?

Graficul următor arată de ce contează.

FIGURA 6-2

Legenda lui VA Linux



Surse: VA Linux Systemx Inc.; www.morningstar.com.

Scanned with OKEN Scanner

După ce au urcat ca o rachetă în prima zi de tranzacționare, acțiunile VA Linux au coborât ca un bolovan. Pe 9 decembrie 2002, la fix trei ani de la ziua în care acțiunile au fost cotate la 239,50 $, VA Linux a închis la 1,19 $ o acțiune.

Cântărind dovezile cu obiectivitate, investitorul inteligent ar trebui să ajungă la concluzia că IPO nu vine numai de la „initial public offering". Mai precis, aceasta este şi abrevierea de la:

„It's Probably Overpriced" (probabil că este supraevaluată),
„Imaginary Profits Only" (profituri pur imaginare),
„Insiders' Private Opportunity" (şansa exclusivă a inițiaților) sau
„Idiotic, Preposterous, and Outrageous" (prostesc, absurd, scandalos).

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 7

Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: partea pozitivă

Prin definiție, investitorul întreprinzător va dedica o parte corespunzătoare a atenției și eforturilor proprii obținerii unui rezultat mai bun decât cel obișnuit din investițiile pe care le face. Când am discutat despre politica generală de investiții, am făcut unele sugestii cu privire la *investițiile în obligațiuni* care se adresează în primul rând investitorului întreprinzător. Acesta ar putea fi interesat de următoarele categorii speciale de titluri:

1) Obligațiuni neimpozabile ale Autorității pentru Construcția de Locuințe Noi, garantate efectiv de guvernul SUA.
2) Obligațiunile „Comunități Noi", impozabile, dar cu randament ridicat, garantate și ele de guvernul SUA.
3) Obligațiunile industriale neimpozabile emise de municipalități, dar onorate din sumele încasate de la corporații puternice pentru concesiunile acordate acestora.

S-au făcut referiri la aceste tipuri neobișnuite de obligațiuni în capitolul 4.*

La cealaltă extremitate se află obligațiunile de calitate inferioară care se pot obține la prețuri atât de mici, încât achiziția lor poate constitui o adevărată ocazie. Acestea s-ar încadra însă în categoria „situațiilor speciale", în care nu există o deosebire reală între obligațiuni și acțiunile ordinare.†

---

* După cum s-a arătat deja (a se vedea p. 100, nota de subsol †), obligațiunile Autorității pentru Construcția de Locuințe Noi și obligațiunile „Comunități Noi" nu se mai emit.

† Astăzi, aceste „obligațiuni de calitate inferioară" din categoria „situațiilor speciale" sunt cunoscute sub denumirea de obligațiuni sechestrate sau neplătite. Când o companie este în (sau se apropie de) faliment, acțiunile ei ordinare își pierd în principiu valoarea, din moment ce legea americană a falimentului îi îndreptățește pe deținătorii de obligațiuni să aibă pretenții legale mult mai mari

Scanned with OKEN Scanner

Operaţiuni cu acţiuni ordinare

Activităţile caracteristice investitorului întreprinzător din domeniul acţiunilor ordinare se pot împărţi în patru categorii:

1. Cumpărare la preţuri mici şi vânzare la preţuri mari
2. Cumpărarea unor „acţiuni în creştere" atent selecţionate
3. Cumpărarea unor titluri de ocazie de diverse tipuri
4. Cumpărarea unor titluri aflate în „situaţii speciale"

Politica generală de piaţă – sincronizarea după formulă

Păstrăm pentru capitolul următor discuţia referitoare la posibilităţile şi limitele unei politici de intrare pe piaţă în momentul în care aceasta este în declin şi de ieşire de pe piaţă în ultimele faze ale unui avânt. În trecut, foarte multă vreme, această idee strălucită a părut a fi deopotrivă simplă şi posibil de aplicat, cel puţin la prima vedere a unui grafic de evoluţie a pieţei pe care se puteau observa oscilaţiile periodice ale acesteia. Am recunoscut deja cu părere de rău că, după toate regulile matematice, evoluţia pieţei din ultimii 20 de ani nu se pretează unor operaţiuni de acest gen. Pentru a se profita de fluctuaţiile produse, deşi acestea n-au avut o amploare de neglijat, ar fi fost nevoie de un talent deosebit sau de un „simţ" al speculaţiei. Acesta este un lucru foarte diferit de inteligenţa pe care le-o cerem cititorilor noştri şi trebuie să excludem, dintre termenii noştri de referinţă, operaţiunile bazate pe o asemenea dibăcie.

Strategia 50-50, propusă de noi investitorului defensiv şi prezentată la p. 93, este cea mai bună formulă concretă sau automată pe care o putem recomanda tuturor investitorilor în condiţiile din 1972. Am păstrat însă o mare libertate de manevră între minimul de 25% şi maximul de 75% cât se poate investi în acţiunile ordinare, pe care le-o acordăm acelor investitori extrem de convinşi fie de pericolele, fie de

---

în comparaţie cu acţionarii. Dacă însă compania reuşeşte să se reorganizeze şi să scape de faliment, deţinătorii de obligaţiuni primesc de multe ori acţiuni la noua firmă, iar valoarea obligaţiunilor se recuperează de regulă din clipa în care compania poate să plătească din nou dobânda. Astfel, obligaţiunile unei companii cu probleme financiare pot da un randament aproape la fel de bun ca acţiunile ordinare ale unei companii sănătoase. În aceste situaţii speciale, „nu există o deosebire reală între obligaţiuni şi acţiunile ordinare", după cum afirmă Graham.

Scanned with OKEN Scanner

atractivitatea nivelului general al pieței. Cu vreo 20 de ani în urmă se putea discuta pe larg despre un număr de formule clare de variație a procentajului capitalului investit în acțiuni ordinare, cu credința că aceste formule aveau utilitate practică.[1] Vremurile par a fi lăsat în urmă aceste abordări și nu prea ar mai avea rost să încercăm să determinăm, pe baza evoluției pieței din 1949 încoace, noile prețuri corespunzătoare intrării și ieșirii de pe piață. Perioada este prea scurtă pentru a putea întrevedea pe baza ei, cu o oarecare certitudine, ceea ce se va întâmpla în viitor.*

Abordarea bazată pe acțiuni în creștere

Oricărui investitor i-ar plăcea să selecteze acele acțiuni care, într-un număr de ani, să dea un randament mai mare decât media. O acțiune în creștere poate fi definită ca una care a făcut acest lucru în trecut și este de așteptat să facă același lucru în viitor.[2] Astfel, pare logic ca investitorul inteligent să se concentreze pe selecția acțiunilor în creștere. De fapt, chestiunea este mai complicată, după cum vom încerca să demonstrăm.

Identificarea unor companii care au „depășit indicii" în trecut este doar o problemă de calcul statistic. Investitorul poate obține o listă cu 50 sau 100 de asemenea întreprinderi de la brokerul său.† Atunci de ce să nu aleagă pur și simplu cele mai tentante 15-20 de titluri din această listă și astfel să aibă un portofoliu de acțiuni cu succes garantat?

Această idee simplă prezintă două inconveniente. Primul este acela că acțiunile ordinare care au dat rezultate bune în trecut și care par a

---

* Atenție mare la ce spune Graham aici. Scriind în 1972, el susține că timpul scurs din 1949 – o perioadă de peste 22 de ani – este prea scurt pentru a trage concluzii certe! Fiind foarte priceput la matematică, Graham nu uită niciodată că, pentru a trage concluzii obiective, este nevoie de eșantioane foarte mari de date din foarte mulți ani. Șarlatanii care colportează tot felul de trucuri „verificate în timp" de selecție a acțiunilor își fundamentează întotdeauna concluziile pe eșantioane mai mici decât cele pe care le-ar fi acceptat vreodată Graham. (Pentru a analiza datele din trecut, Graham folosea adeseori perioade de 50 de ani.)

† Astăzi, investitorul întreprinzător poate alcătui o astfel de listă cu ajutorul Internetului, intrând pe site-uri ca www.morningstar.com (încercați instrumentul denumit „Stock Quickrank"), www.quicken.com/investments/stocks/search/full și http://yahoo.marketguide.com.

Scanned with OKEN Scanner

avea perspective favorabile se vând la un preţ mare, pe măsură. Investitorul poate să aprecieze corect perspectivele şi cu toate acestea să nu fie foarte mulţumit, pentru simplul fapt că a plătit cu vârf (şi îndesat, probabil) pentru aşteptata prosperitate. Cel de-al doilea este acela că previziunile sale se pot dovedi a fi greşite. Creşterile neobişnuit de rapide nu pot dura la nesfârşit; când o companie a înregistrat deja o expansiune excepţională, chiar creşterea dimensiunilor ei face şi mai dificilă repetarea realizărilor din trecut. La un moment dat, curba creşterii devine o linie orizontală, iar de multe ori o ia în jos.

Este evident că, dacă cineva se limitează la câteva titluri bine alese, pe baza unei analize retrospective, el ar putea demonstra că averile se pot face sau pierde cu uşurinţă în domeniul acţiunilor în creştere. Cum îşi poate forma cineva o părere corectă despre rezultatele care se pot obţine în acest domeniu? Noi credem că se pot trage concluzii cât de cât viabile în urma analizei rezultatelor obţinute de fondurile de investiţii specializate în strategii bazate pe acţiunile în creştere. Manualul autorizat intitulat *Investment Companies*, publicat anual de Arthur Wiesenberger & Company, membri ai Bursei de Valori New York, prezintă performanţele anuale realizate pe parcursul unei anumite perioade de aproximativ 120 de asemenea „fonduri în creştere". Dintre acestea, 45 au rezultate pentru o perioadă de cel puţin zece ani. Randamentul mediu al acestor companii – neponderat cu dimensiunea fondului – este de 108% în deceniul 1961-1970, comparativ cu 105% în cazul indicelui compozit S & P şi cu 83% în cazul DJIA.[3] În 1969 şi 1970, majoritatea celor 126 de „fonduri în creştere" au avut randamente mai slabe decât ambii indici. Rezultate asemănătoare am obţinut în urma analizelor noastre mai vechi. Concluzia este că nu se obţin beneficii excepţionale în urma plasamentelor diversificate în acţiuni în creştere comparativ cu beneficiile obţinute din plasamentele în acţiuni ordinare în general.*

---

* În perioada 1 ianuarie 1993-31 decembrie 2002, fondurile care au investit în mari companii aflate în creştere – echivalentul de astăzi a ceea ce Graham numeşte „fonduri în creştere" – au realizat un randament anual mediu de 5,6%, mai mic decât cel al pieţei bursiere în ansamblu cu 3,7 puncte procentuale în medie pe an. Fondurile „de mare valoare" însă, care au investit în titluri cu preţuri mai rezonabile emise de mari companii au realizat şi ele, în aceeaşi perioadă, randamente inferioare celor ale pieţei (cu un punct procentual pe an). Oare problema constă doar în faptul că fondurile în creştere nu reuşesc să aleagă acţiunile capabile să bată piaţa în viitor sau în faptul că costurile

Scanned with OKEN Scanner

Nu avem niciun motiv să credem că, chiar dacă ar depune mult efort, investitorul inteligent obişnuit ar putea obține de-a lungul anilor din cumpărarea de acțiuni în creştere rezultate mai bune decât cele obținute de companiile de investiții specializate în acest domeniu. Bineînțeles că aceste organizații au la dispoziție creiere mai multe şi capacități de cercetare mai bune decât aveți dumneavoastră. Prin urmare, l-am sfătui pe investitorul întreprinzător să nu apeleze la strategia obişnuită bazată pe acțiuni în creştere.* Aceasta presupune ca perspectivele excelente să fie pe deplin recunoscute pe piață şi să se reflecte deja într-un raport actual preț-profit mai mare de, să zicem, 20. (Investitorului defensiv îi recomandăm o limită superioară a prețului de cumpărare de 25 de ori profitul mediu din ultimii şapte ani. Cele două criterii sunt aproximativ echivalente în majoritatea cazurilor.)†

---

administrării unui fond obişnuit (care cumpără fie titluri în creştere, fie titluri „de valoare") depăşesc veniturile suplimentare pe care managerii reuşesc să le obțină din acțiunile alese? Pentru informații actualizate cu privire la rezultatele fondurilor împărțite pe categorii, a se vedea www.morningstar.com, „Category Returns". Pentru date edificatoare privind perisabilitatea rezultatelor produse de diferite strategii de investiții, a se vedea www.callan.com/resource/periodic_table/pertable.pdf.

* Graham subliniază acest lucru pentru a vă reaminti că investitor „întreprinzător" nu este cel care-şi asumă un risc mai mare decât cel obişnuit sau care cumpără acțiuni în „creştere agresivă"; investitor întreprinzător este pur şi simplu cel dispus să acorde mai mult timp şi mai multă atenție propriului portofoliu.

† Să remarcăm că Graham insistă pe calculul raportului preț-profit pe baza mediei multianuale a profiturilor din trecut. Astfel, scade probabilitatea de a supraestima valoarea unei companii din cauza unei creşteri temporare a rentabilității. Închipuiți-vă că o companie a obținut un profit pe acțiune de 3 $ în ultimele 12 luni, iar în ultimii şase ani acesta a fost de numai 50 de cenți. Care valoare – cea ocazională, de 3 $, sau cea constantă, de 50 de cenți – are şanse să reprezinte o tendință de durată? La de 25 de ori 3 $, profitul adus în ultimul an, acțiunea respectivă ar fi evaluată la 75 $. Însă la de 25 de ori profitul mediu din ultimii şapte ani (6 $, în total, împărțiți la şapte fac 85,7 cenți pe acțiune, profit mediu anual), acțiunea ar fi evaluată la numai 21,43 $. Valoarea pe care o alegeți are o mare importanță. În fine, merită remarcat că metoda folosită cu predilecție pe Wall Street în prezent – calculul raportului preț-profit în primul rând pe baza „profitului din anul următor" – ar fi respinsă categoric de Graham. Cum poți să evaluezi o companie în funcție de un profit pe care nu l-a obținut încă? Este ca şi cum ai stabili prețurile caselor pe baza zvonului că Cenuşăreasa îşi va construi noul ei castel chiar după colț.

Scanned with OKEN Scanner

Ceea ce frapează la acţiunile în creştere luate în ansamblu este tendinţa preţului lor de piaţă de a oscila semnificativ. Acest lucru este valabil pentru companiile cele mai mari şi mai vechi – cum ar fi General Electric şi International Business Machines – iar într-o măsură şi mai mare, pentru companiile de succes mai tinere şi mai mici. Ele demonstrează teza noastră potrivit căreia principala caracteristică a pieţei bursiere din 1949 încoace a reprezentat-o injectarea unui element puternic speculativ în acţiunile companiilor care au înregistrat cele mai spectaculoase rezultate şi care ar fi îndreptăţite să primească un calificativ foarte bun din partea investitorilor. (Bonitatea lor este una dintre cele mai bune şi plătesc cele mai mici dobânzi la împrumuturile contractate.) Calitatea unei asemenea *companii* privite ca investiţie s-ar putea să nu se schimbe o lungă perioadă, însă riscul asociat *acţiunilor* pe care le emite va depinde de ceea ce se-ntâmplă cu ele pe piaţa bursieră. Cu cât publicul este mai atras de ele şi cu cât preţul lor creşte mai repede în comparaţie cu profitul, cu atât cumpărarea lor devine mai riscantă.*

Cititorul se poate întreba: dar oare nu este adevărat că averile realmente mari făcute pe seama acţiunilor ordinare aparţin celor care au investit substanţial în primii ani de existenţă ai unei companii în al cărei viitor au avut foarte multă încredere, investitori care au păstrat acţiunile emise iniţial în vreme ce acestea şi-au sporit valoarea de o sută de ori sau chiar mai mult? Răspunsul este unul afirmativ. Însă marile averi făcute din investiţii într-o singură companie aparţin aproape întotdeauna persoanelor care au o relaţie apropiată cu firma în cauză – prin contractul de muncă, prin legăturile de familie etc. – ceea ce justifică plasarea unei mari părţi a resurselor acestora într-un singur

---

* Câteva exemple recente demonstrează temeinicia tezei lui Graham. Pe 21 septembrie 2001, Intel Corp., compania care fabrică cipuri pentru calculatoare, a anunţat că se aşteaptă ca veniturile ei să crească cu până la 5% în trimestrul următor. La prima vedere, era o veste grozavă; majoritatea marilor companii ar fi încântate dacă le-ar creşte vânzările cu 5% în numai trei luni. În schimb, acţiunile Intel au scăzut cu 22%, pierderea înregistrată într-o zi totalizând aproape 91 de miliarde $. De ce? Analiştii de pe Wall Street se aşteptaseră ca venitul Intel să crească cu până la 10%. În mod asemănător, pe 21 februarie 2001, EMC Corp., o firmă de stocare a datelor, a anunţat că se aşteaptă ca veniturile proprii să crească cu cel puţin 25% în 2011, dar că prudenţa clienţilor ei „poate duce la lungirea ciclurilor de vânzare". Din cauza acestei urme de reţinere, acţiunile EMC au pierdut 12,8% din valoare într-o singură zi.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 7-1. Valori medii ale rezultatelor obținute de „fondurile în creștere" în perioada 1961-1970[a]

	1 an 1970	*5 ani* 1966-1970	*10 ani* 1961-1970	*1970* Randamentul dividendelor
17 mari fonduri de creştere	– 7,5 %	+23,2%	+121,1%	2,3%
106 fonduri de creştere mai mici – grupul A	–17,7%	+20,3%	+102,1%	1,6%
38 de fonduri de creştere mai mici – grupul B	– 4,7%	+23,2%	+106,7%	1,4%
15 fonduri cu „creştere" în denumirea lor	–14,2%	+13,8%	+ 97,4%	1,7%
Indicele compozit Standard & Poor's	+ 3,5%	+16,1%	+104,7%	3,4%
Indicele Dow Jones Industrial Average	+ 8,7%	+ 2,9%	+ 83,0%	3,7%

[a] Aceste date sunt furnizate de Wiesenberger Financial Services.

Scanned with OKEN Scanner

mijloc financiar şi păstrarea lui în ciuda tuturor vicisitudinilor, a numeroaselor tentaţii de a-l vinde între timp la nişte preţuri evident mari. Un investitor care nu are un asemenea contact personal se va întreba mereu dacă a plasat o parte prea mare a capitalului propriu în acest unic mijloc.* Orice declin – oricât de temporar se dovedeşte a fi după aceea – îi va accentua problema; iar presiunile interne şi externe îl vor obliga probabil să accepte ceea ce pare a fi un profit destul de bun, dar departe de a fi o mină de aur.[4]

Trei domenii recomandate „investitorului întreprinzător"

Pentru a obţine pe termen lung rezultate peste medie din investiţiile efectuate, este nevoie de o politică de selecţie sau administrare care să posede o dublă calitate: 1) să treacă testele obiective sau raţionale de viabilitate; 2) să fie diferită de politica urmată de majoritatea investitorilor sau speculatorilor. Experienţa şi analiza noastră ne determină să vă recomandăm trei abordări investiţionale care îndeplinesc aceste criterii. Ele diferă destul de mult una de cealaltă şi fiecare poate necesita un temperament şi cunoştinţe diferite din partea celui care o testează.

Compania de mari dimensiuni, relativ nepopulară

Dacă pornim de la premisa că piaţa supraevaluează în mod obişnuit acţiunile ordinare care înregistrează o creştere spectaculoasă ori sunt tentante din alte motive, este logic să ne aşteptăm ca ea să subevalueze – cel puţin din punct de vedere relativ – companiile care au ieşit din graţii din cauza evoluţiei lor nesatisfăcătoare pe moment. Aceasta

---

* Echivalentul din zilele noastre al investitorilor „care au o relaţie apropiată cu firma în cauză" sunt aşa-numitele persoane de control – managerii superiori sau directorii care contribuie la administrarea companiei şi care deţin pachete mari de acţiuni. Manageri ca Bill Gates de la Microsoft sau Warren Buffett de la Berkshire Hathaway exercită o influenţă directă asupra destinului unei companii – iar investitorii din afară vor să vadă că aceşti manageri generali îşi păstrează participaţiile substanţiale în semn de încredere. Managerii de la nivelurile inferioare şi muncitorii obişnuiţi nu pot să influenţeze însă preţul acţiunilor companiei prin deciziile lor individuale; de aceea, ei ar trebui să nu plaseze decât o mică parte a capitalului propriu în acţiunile firmei la care lucrează. În ceea ce-i priveşte pe investitorii din afară, indiferent cât de bine cred ei că cunosc acea firmă, obiecţiile sunt aceleaşi.

Scanned with OKEN Scanner

poate fi considerată o lege fundamentală a pieței bursiere și pare să indice o abordare investițională care să se dovedească a fi atât prudentă, cât și promițătoare.

Principala condiție în cazul de față este ca investitorul întreprinzător să se concentreze asupra companiilor mai mari, care trec printr-o perioadă de nepopularitate. Deși firmele mici pot fi și ele subevaluate din motive asemănătoare, iar de multe ori își pot mări ulterior profitul și prețul pe acțiune, există riscul ca rentabilitatea lor să scadă pentru totdeauna și, de asemenea, ca ele să fie neglijate permanent de piață în ciuda creșterii profitului lor. Astfel, companiile mari au un dublu avantaj asupra celorlalte. În primul rând, ele dispun de resursele de capital material și uman necesare depășirii situațiilor dificile și revenirii la un nivel satisfăcător al profitului. În al doilea rând, piața este tentată să reacționeze destul de repede la orice îmbunătățire a situației acesteia.

Viabilitatea acestei teze este demonstrată într-un mod remarcabil de studiile cu privire la evoluția prețului titlurilor nepopulare din componența indicelui Dow Jones Industrial Average. În realizarea acestora s-a pornit de la ipoteza că, în fiecare an, s-au făcut plasamente în șase ori zece dintre titlurile DJIA cu cel mai mic multiplicator, având ca bază profitul din anul curent sau din cel anterior. Acestea puteau fi considerate „cele mai ieftine" acțiuni din coș, ieftinătatea reflectând în mod evident relativa lor nepopularitate în rândul investitorilor sau al traderilor. S-a mai presupus că titlurile cumpărate erau vândute după o perioadă cuprinsă între unu și cinci ani. Rezultatele investițiilor au fost apoi comparate cu rezultatele înregistrate fie de DJIA în ansamblu, fie de titlurile cu cel mai mare multiplicator (adică cele mai populare).

Dispunem de date amănunțite cu privire la rezultatele investițiilor anuale realizate în fiecare dintre ultimii 53 de ani.[5] La începutul perioadei, între 1917 și 1933, această abordare s-a dovedit a fi nerentabilă. Din 1933 însă, ea a produs rezultate remarcabile. În cele 34 de teste realizate de Drexel & Company (în prezent Drexel Firestone)* asupra unor plasamente pe un an – făcute între 1937 și 1969 – acțiunile ieftine au dat rezultate cu mult mai slabe decât cele din coșul

* Drexel Firestone, o agenție de investiții din Philadelphia, a fuzionat în 1973 cu Burnham & Co., devenind ulterior Drexel Burnham Lambert, instituție renumită pentru investițiile făcute în obligațiuni de calitate inferioară în perioada de explozie a preluărilor din anii 1980.

Scanned with OKEN Scanner

DJIA în numai trei situaţii, rezultatele au fost cam aceleaşi în şase cazuri, iar acţiunile ieftine au dat un randament cu mult mai bun decât media în 25 de ani. Randamentul mult mai bun al acţiunilor cu multiplicator scăzut este reflectat (tabelul 7-2) de media rezultatelor obţinute în cinci ani consecutivi, comparativ cu cele ale DJIA şi ale celor zece titluri cu multiplicatorul cel mai mare.

TABELUL 7-2. Câştigul sau pierderea medie anuală a acţiunilor testate (1937-1969)

Perioada	*10 titluri cu multiplicatorul cel mai mic*	*10 titluri cu multiplicatorul cel mai mare*	*Cele 30 de acţiuni din coşul DJIA*
1937-1942	– 2,2	–10,0	– 6,3
1943-1947	17,3	8,3	14,9
1948-1952	16,4	4,6	9,9
1953-1957	20,9	10,0	13,7
1958-1962	10,2	– 3,3	3,6
1963-1969 (8 ani)	8,0	4,6	4,0

Calculul celor de la Drexel mai arată că un capital iniţial de 10.000 $ plasat în 1936 în titlurile cu cel mai mic multiplicator şi lichidate în fiecare an potrivit principiului ar fi ajuns la 66.900 $ în 1962. Aceleaşi operaţiuni efectuate în cazul acţiunilor cu multiplicator mare ar fi generat o valoare de numai 25.300 $, pe când, în cazul tuturor celor treizeci de acţiuni, ar fi mărit capitalul iniţial la 44.000.*

Ideea cumpărării unor acţiuni la „companiile mari, nepopulare" şi aplicarea ei la un grup de firme, după cum s-a arătat mai înainte, sunt, ambele, extrem de simple. Când însă analizăm diversele companii, trebuie să luăm în considerare un important factor negativ. Titlurile companiilor care sunt în mod inerent speculative din cauza profitului extrem de variabil tind să se vândă la un preţ relativ mare şi să înregistreze un multiplicator relativ scăzut în anii favorabili şi, invers, să se vândă la un preţ mic şi să înregistreze un multiplicator mare în

* Această strategie, bazată pe cumpărarea celor mai ieftine acţiuni din coşul Dow Jones Industrial Average, poartă astăzi denumirea de „câinii lui Dow". Informaţii cu privire la „Dow 10" se găsesc pe www.djindexes.com/jsp/dow510Faq.jsp.

Scanned with OKEN Scanner

anii nefavorabili. Aceste relații sunt ilustrate în tabelul 7-3, în care sunt prezentate fluctuațiile acțiunilor ordinare ale Chrysler Corp. În aceste cazuri, piața manifestă destul scepticism în ceea ce privește realizarea în continuare a unor profituri neobișnuit de mari pentru a evalua titlurile cu prudență și, invers, când profiturile sunt mici sau nu există. (De remarcat că, potrivit acestei socoteli, dacă o companie câștigă „mai nimic", acțiunile ei trebuie să se vândă la un preț cu mult mai mare decât profitul ei minuscul.)

TABELUL 7-3. Prețurile și profiturile acțiunilor comune ale firmei Chrysler (1952-1970)

Anul	*Profit pe acțiune ($)*	*Preț ridicat sau scăzut*	*Raportul PP*
1952	9,04	R 98	10,8
1954	2,13	S 56	26,2
1955	11,49	R 101½	8,8
1956	2,29	S 52 (în 1957)	22,9
1957	13,75	R 82	6,7
1958	(def.) 3,88	S 44[a]	–
1968	24,92[b]	R 294[b]	11,8
1970	def.	S 65[b]	–

[a] În 1962 s-a înregistrat un preț scăzut de 37½.
[b] Ajustat în funcție de scindarea valorii acțiunilor. Def.: pierdere netă.

Întâmplător, dintre companiile de frunte din coșul DJIA, Chrysler a obținut rezultate excepționale și deci n-a influențat în mare măsură valorile reduse ale multiplicatorului. Includerea unor asemenea titluri neobișnuite într-o listă a acțiunilor cu multiplicator scăzut poate fi evitată foarte ușor, impunând drept condiție suplimentară ca prețul să fie mic în raport cu profitul *mediu* din trecut sau o altă condiție asemănătoare.

Scriind aceste rânduri, am testat metoda multiplicatorului scăzut al titlurilor DJIA pe un grup de acțiuni pe care am presupus că le-am cumpărat la sfârșitul lui 1968 și le-am reevaluat pe 30 iunie 1971. De această dată, valorile s-au dovedit a fi foarte dezamăgitoare, evidențiind o pierdere substanțială în cazul grupului de șase sau zece acțiuni cu multiplicator scăzut și un profit substanțial în cazul acțiunilor cu

Scanned with OKEN Scanner

multiplicator ridicat. Acest rezultat nefavorabil n-ar trebui să vicieze concluziile desprinse în urma a 30 şi ceva de experimente, dar faptul că s-a produs de curând îi conferă o influenţă negativă deosebită. Poate că investitorul agresiv ar trebui să pornească de la ideea „multiplicatorului scăzut", dar să impună şi alte condiţii cantitative şi calitative în alcătuirea propriului portofoliu.

Cumpărarea unor titluri de ocazie

Definim titlul de ocazie ca fiind un titlu care, în urma analizei datelor, pare a avea o valoare cu mult mai mare decât preţul curent de vânzare. În această categorie intră obligaţiuni şi acţiuni privilegiate care se vând sub par, precum şi acţiuni ordinare. Pentru a fi cât mai expliciţi cu putinţă, vom spune că un titlu nu este cu adevărat „de ocazie" decât dacă valoarea determinată este cu cel puţin 50% mai mare decât preţul. De ce fel de date avem nevoie pentru a trage cu certitudine concluzia că există o discrepanţă atât de mare? Cum apar titlurile de ocazie şi cum poate profita investitorul de ele?

Pentru a detecta o acţiune ordinară de ocazie se pot efectua două teste. Primul are la bază metoda evaluării. Aceasta constă în general în estimarea profiturilor viitoare şi înmulţirea lor cu un factor adecvat titlului în cauză. Dacă valoarea rezultată depăşeşte într-o măsură suficientă preţul de piaţă – şi dacă investitorul are încredere în tehnica folosită – el poate eticheta acţiunea respectivă ca fiind de ocazie. De asemenea, această valoare este determinată adeseori în funcţie de profiturile viitoare aşteptate – caz în care rezultatul poate fi identic cu cel obţinut iniţial. În cazul celui de-al doilea test însă, tinde să se acorde mai multă atenţie valorii realizabile a *activelor*, punându-se un accent deosebit pe activele curente nete sau pe fondul de rulment.

Când piaţa în ansamblu are un nivel scăzut, o mare parte a acţiunilor ordinare sunt, potrivit acestor criterii, de ocazie. (Un exemplu tipic îl reprezintă acţiunile General Motors, care s-au vândut la mai puţin de 30 în 1941, adică la numai 5 la preţul din 1971. Ele aduceau un profit pe titlu de peste 4 $ şi dividende de cel puţin 3,50 $.) Este adevărat că profitul actual şi perspectivele imediate pot fi slabe amândouă, dar o evaluare ponderată a condiţiilor viitoare ar putea indica valori cu mult peste preţurile existente în mod preponderent. Astfel, faptul că investitorul are nevoie de curaj atunci când piaţa are un nivel scăzut este demonstrat nu doar experienţă, ci şi de tehnicile plauzibile de analiză a valorii.

Scanned with OKEN Scanner

Aceleaşi ciudăţenii ale pieţei datorită cărora acţiunile în general capătă în mod repetat statutul de titluri de ocazie determină şi existenţa multor titluri de ocazie la aproape orice nivel al pieţei. Piaţa este înclinată să facă din ţânţar armăsar şi să transforme impasurile obişnuite în obstacole majore.* Chiar şi simpla lipsă a interesului sau entuziasmului poate declanşa coborârea preţului la un nivel absurd de scăzut. Aşadar pare-se că avem două cauze principale ale subevaluării: 1) rezultatele dezamăgitoare din momentul de faţă şi 2) neglijarea sau nepopularitatea prelungită.

Totuşi niciuna dintre aceste cauze, luată separat, nu ne poate ajuta să elaborăm o strategie reuşită de investiţii în acţiuni ordinare. Cum putem să ne asigurăm că rezultatele dezamăgitoare din clipa de faţă au într-adevăr un caracter temporar? Este adevărat, putem da câteva exemple relevante în acest sens. Acţiunile companiilor siderurgice erau cunoscute în trecut pentru ciclicitatea lor, iar cumpărătorul versat le putea cumpăra la un preţ scăzut în momentul în care profitul acestora era mic, vânzându-le în perioadele de avânt şi obţinând astfel un câştig frumos. Un exemplu spectaculos ni-l oferă, potrivit datelor din tabelul 7-3, Chrysler Corporation.

Dacă aşa s-ar comporta *în mod obişnuit* acţiunile cu profit fluctuant, ar fi simplu să obţii câştiguri pe piaţa bursieră. Din păcate, am putea da numeroase exemple de scădere a profitului şi preţului neurmată în mod automat de o revenire semnificativă a amândurora. Unul ar fi Anaconda Wire and Cable, care obţinut profituri mari până în 1956, când acţiunile ei au înregistrat un maxim de 85. Apoi, profitul a scăzut în mod regulat vreme de şase ani, preţul coborând la 23½ în

---

* Iată câteva exemple recente de ţânţari transformaţi în ditamai armăsarii: în mai 1998, Pfizer Inc. şi Administraţia pentru Alimente şi Medicamente din SUA au anunţat că şase bărbaţi care au luat Viagra, medicamentul contra impotenţei produs de Pfizer, au murit de infarct miocardic în cursul actului sexual. Acţiunile Pfizer s-au înmuiat imediat, pierzând 3,4% într-o singură zi de tranzacţii masive. Ele au urcat însă ulterior, în clipa în care cercetările efectuate au demonstrat că nu exista niciun motiv de îngrijorare; acţiunile au crescut cu circa o treime în următorii doi ani. La sfârşitul lui 1997, acţiunile Warner-Lambert Co. au scăzut cu 19% într-o zi atunci când în Anglia a fost stopată temporar vânzarea noului medicament produs de această companie pentru diabetici; după şase luni, preţul lor aproape că s-a dublat. La sfârşitul anului 2002, acţiunile Carnival Corp., companie care administrează vase de croazieră, au pierdut circa 10% din valoare după ce turiştii au prezentat manifestări severe de diaree şi vomă – turiştii de pe vasele altor companii.

Scanned with OKEN Scanner

1962, iar în anul următor firma fiind preluată de compania-mamă (Anaconda Corporation) la echivalentul de numai 33.

Numeroasele situații de acest gen indică faptul că investitorul ar avea nevoie nu doar de o scădere a profitului și prețului deopotrivă pentru a avea un motiv întemeiat să cumpere. El ar trebui să caute semne ale unei stabilități cel puțin rezonabile a profitului din ultimul deceniu sau chiar dintr-o perioadă mai mare – adică să nu existe un an cu pierderi – plus o dimensiune și o forță financiară adecvată pentru a face față posibilelor situații dificile din viitor. Astfel, combinația ideală în acest caz ar fi o companie mare și proeminentă, ale cărei acțiuni se vând atât cu mult sub prețul mediu din trecut, cât și cu mult sub valoarea multiplicatorului preț mediu din trecut-profit. Aceasta ar fi scos fără îndoială din calcul ocaziile profitabile oferite de companii precum Chrysler, deoarece anii cu preț scăzut ai acestora sunt însoțiți în general de valori mari ale raportului preț-profit. Să-l asigurăm însă pe cititor în acest moment – și o vom face fără îndoială și altă dată – că există o foarte mare diferență între „profiturile stabilite retrospectiv" și „profiturile reale". Ne îndoim serios că genul de acțiuni puternic oscilante precum cele ale companiei Chrysler este un plasament adecvat pentru investitorul nostru întreprinzător.

Am spus că neglijarea sau nepopularitatea prelungită este a doua cauză a coborârii prețurilor la un nivel exagerat de scăzut. Într-o asemenea situație pare a se afla în prezent National Presto Industries. Pe piața în creștere din 1968, acțiunile sale s-au vândut la un maxim de 45, ceea ce însemna de numai 8 ori profitul de 5,61 $ din acel an. Profitul pe acțiune a crescut atât în 1969, cât și în 1970, însă prețul a scăzut la numai 21 în 1970. Acesta a fost de mai puțin de 4 ori mai mare decât profitul (record) din acel an și mai mic decât valoarea activelor curente nete ale firmei. În martie 1972, acțiunile se vindeau la 34, un nivel doar de 5½ mai mare ca profitul raportat ultima oară și aproximativ egal cu valoarea totală a activelor curente nete.

Un alt exemplu de acest gen ne este oferit în prezent de Standard Oil of California, un foarte important concern. La începutul lui 1972, acțiunile lui se vindeau cu aproximativ același preț ca în urmă cu 13 ani, adică 56. Profitul fusese extraordinar de constant, înregistrând în toată perioada o creștere relativ nesemnificativă și numai o mică scădere la un moment dat. Valoarea ei contabilă era aproximativ egală cu prețul. Cu toată această situație destul de favorabilă din perioada

Scanned with OKEN Scanner

1958-1971, compania n-a ajuns niciodată la un preţ mediu anual de 15 ori mai mare decât profitul curent. La începutul lui 1972, raportul preţ-profit era de numai 10.

A treia cauză a existenţei unui preţ exagerat de mic la acţiunile ordinare poate consta în necunoaşterea de către cei de pe piaţă a valorii reale a profitului. Exemplul pe care-l dăm de obicei în acest caz este cel al companiei Northern Pacific Railway, ale cărei acţiuni au scăzut în perioada 1946-1947 de la 36 la 13½. Profitul real obţinut de companie în 1947 a fost de circa 10 $ pe acţiune. Preţul acţiunilor sale s-a menţinut la un nivel scăzut în mare măsură din cauza dividendului de 1 $. Ele au fost neglijate şi din cauză că profitul era în mare parte ascuns prin metode specifice companiilor de cale ferată.

Titlul de ocazie care poate fi identificat cu cea mai mare uşurinţă este acţiunea ordinară care se vinde la un preţ mai mic decât valoarea fondului de rulment net al companiei, după deducerea tuturor obligaţiilor anterioare.* Aceasta ar însemna ca investitorul să nu plătească nimic pentru activele fixe – clădiri, utilaje etc., sau orice componente ale fondului de comerţ care ar putea exista. Foarte puţine companii se dovedesc a avea o valoare absolută mai mică decât fondul de rulment, deşi se pot identifica diferite situaţii. Surprinzător totuşi este faptul că au existat şi există foarte multe titluri pe piaţă care se pot cumpăra la un preţ de ocazie. O listă alcătuită în 1957, când nivelul pieţei nu era nicidecum redus, cuprindea circa 150 de asemenea acţiuni ordinare. În tabelul 7-4 prezentăm rezultatul la care s-ar fi ajuns dacă, pe 31 decembrie 1957, s-ar fi cumpărat câte o acţiune la fiecare dintre cele 85 de companii din lista respectivă ale căror date au apărut în „Ghidul lunar al acţiunilor", publicat de Standard & Poor's, iar acestea ar fi fost păstrate vreme de doi ani.

Printr-un fel de coincidenţă, fiecare grup a ajuns în cei doi ani la un nivel apropiat de valoarea agregată a activelor curente nete. Creşterea înregistrată de întregul „portofoliu" în acea perioadă a fost de 75%, faţă de 50% cât a fost în cazul a 425 de acţiuni industriale Standard & Poor's. Şi mai interesant este faptul că niciun titlu n-a suferit pierderi semnificative, şapte şi-au păstrat aproximativ valoarea, iar 78 au înregistrat creşteri apreciabile.

---

* Prin „fond de rulment net", Graham înţelege activele curente ale unei companii (cum ar fi numerarul, titlurile vandabile şi stocurile) minus pasivele ei totale (inclusiv acţiunile privilegiate şi datoriile pe termen lung).

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 7-4. Evoluția profitului acțiunilor subevaluate (1957-1959)

Piața	*Numărul companiilor*	*Valoarea agregată a activelor curente nete pe acțiune ($)*	*Prețul agregat ($) dec. 1957*	*Prețul agregat ($) dec. 1959*
B.V. New York	35	748	419	838
B.V. Americană	25	495	289	492
B.V. Midwest	5	163	87	141
Extrabursieră	20	425	288	433
Total	85	1.831	1.083	1.904

Rezultatele obținute de noi în urma aplicării unei strategii de investiții bazate pe o asemenea selecție – după mai multe criterii – au fost constant bune vreme de mai mulți ani până în 1957. Se poate afirma probabil fără ezitare că ea reprezintă o metodă sigură și profitabilă de determinare și exploatare a situațiilor în care titlurile sunt subevaluate. Totuși, în perioada de creștere generală a pieței de după 1957, numărul acestor titluri de ocazie a devenit extrem de limitat, iar multe dintre companiile respective au înregistrat profituri mici din exploatare sau chiar pierderi. Declinul pieței din 1969-1970 a produs o nouă serie de acțiuni cu preț „sub valoarea fondului de rulment". Vom discuta despre această categorie în capitolul 15, dedicat selecției acțiunilor de către investitorul întreprinzător.

TITLURILE DE OCAZIE APARȚINÂND COMPANIILOR SECUNDARE. Am definit compania secundară ca fiind o companie care nu este lider într-un domeniu destul de important. De regulă, ea este una dintre cele mai mici întreprinderi din domeniul său de activitate, dar poate fi la fel de bine și principala unitate dintr-un sector fără prea mare importanță. În mod excepțional, o companie cu acțiuni în creștere nu este considerată în mod obișnuit „secundară".

Pe piața în creștere semnificativă a anilor 1920, nu se făcea o prea mare deosebire între liderii domeniilor de activitate și celelalte firme cu acțiuni cotate la bursă, cu condiția ca ultimele să aibă o dimensiune apreciabilă. Publicul considera că o companie de dimensiuni medii este suficient de puternică pentru a înfrunta perioadele tumultuoase și că are șanse mai mari să înregistreze o expansiune cu adevărat spectaculoasă în comparație cu o firmă care are deja o dimensiune

Scanned with OKEN Scanner

importantă. Criza din 1931-1932 a avut însă un efect deosebit de devastator asupra companiilor inferioare fie ca dimensiune, fie ca stabilitate intrinsecă. În urma experienței trăite, investitorii și-au format o preferință accentuată pentru companiile-lider, pierzându-și în majoritatea cazurilor interesul față de companiile obișnuite de importanță secundară. În consecință, acțiunile din cea de-a doua categorie s-au vândut de regulă la prețuri cu mult mai mici în raport cu profitul și activele decât prețurile la care s-au vândut cele din prima categorie. Prin urmare, în multe situații, prețul a coborât atât de mult încât titlul respectiv a intrat în categoria celor de ocazie.

Când investitorii au respins acțiunile companiilor secundare, chiar dacă acestea se vindeau la un preț relativ mic, ei și-au exprimat convingerea sau teama că aceste companii aveau un viitor sumbru. De fapt, ei au apreciat, cel puțin la nivelul subconștientului, că *orice* preț era prea mare pentru ele din cauză că firmele respective se apropiau de dispariție – așa cum, în 1929, teoria-pereche a „acțiunilor extra" (*blue chips*) spunea că niciun preț nu era prea mare pentru acestea deoarece ofereau posibilități nelimitate. Ambele aceste viziuni au fost exagerate, contribuind la comiterea unor grave greșeli de strategie investițională. În realitate, compania tipică de mărime medie, cotată la bursă este mare în comparație cu firma obișnuită aflată în proprietate privată. Nu există motive întemeiate ca o asemenea companie să nu-și continue activitatea la nesfârșit, trecând prin vicisitudinile caracteristice economiei noastre, dar realizând în ansamblu un randament destul de bun al capitalului investit.

Din această scurtă analiză reiese faptul că atitudinea pieței bursiere față de companiile secundare tinde să fie nerealistă și, în consecință, să dea naștere în vremuri normale la nenumărate situații de subevaluare masivă. Întâmplător, perioada celui de-al Doilea Război Mondial și avântul postbelic au fost mai benefice pentru întreprinderile mai mici decât pentru cele mai mari, deoarece atunci lupta normală pentru clienți a fost suspendată, iar primele și-au putut mări și mai mult vânzările și marjele de profit. Astfel, până în 1946, piața a avut un comportament cu totul pe dos față de cel dinainte de război. În vreme ce principalele acțiuni din coșul Dow Jones Industrial Average au crescut cu numai 40% de la sfârșitul lui 1938 până la momentul de vârf din 1946, indicele Standard & Poor's al acțiunilor subevaluate a crescut în aceeași perioadă cu nu mai puțin de 280%. Speculatorii și

Scanned with OKEN Scanner

mulţi investitori autoproclamaţi – cu proverbiala memorie scurtă a celor care operează la bursă – au dat buzna să cumpere atât titluri vechi, cât şi titluri noi ale unor companii nesemnificative la preţuri umflate. Astfel, s-a ajuns într-o situaţie opusă. Chiar titlurile secundare care înainte ofereau de departe cea mai mare parte a ocaziilor favorabile prezentau acum cel mai mare număr de cazuri de entuziasm exagerat şi supraevaluare. Acest fenomen s-a repetat în alt fel în 1961 şi 1968, accentul căzând acum pe ofertele noi de acţiuni ale unor companii mici care nu se încadrau nici în categoria celor secundare şi pe aproape toate companiile din domenii privilegiate precum „electronica", „calculatoarele", „francizele" şi altele.*

După cum era de aşteptat, perioadele ulterioare de declin al pieţei au afectat cel mai mult aceste titluri supraevaluate. În unele cazuri, s-a ajuns chiar la o *sub*evaluare evidentă.

Dacă majoritatea titlurilor secundare tind în mod normal să fie subevaluate, ce motive are investitorul să creadă că poate profita de pe urma unei asemenea situaţii? Căci, dacă aceasta persistă o perioadă nedeterminată, nu se va afla el oare în aceeaşi situaţie în care s-a aflat atunci când a cumpărat titlul? Răspunsul este unul destul de complicat. Profiturile substanţiale care se obţin din achiziţionarea titlurilor companiilor secundare la preţuri de ocazie apar în mai multe feluri. În primul rând, randamentul dividendului este relativ mare. În al doilea rând, profitul reinvestit este substanţial în raport cu preţul plătit, iar în ultimă instanţă va influenţa preţul. Într-o perioadă de cinci-şapte ani, aceste beneficii pot atinge o valoare foarte mare dacă acţiunile au fost

---

* Între 1975 şi 1983, randamentul acţiunilor firmelor mici („secundare") a fost mult mai mare decât cel al acţiunilor firmelor mari, fiind superior, în medie, cu 17,6 puncte procentuale pe an. Publicul investitor a cumpărat cu entuziasm acţiuni la firmele mici, companiile care administrau fonduri mutuale au creat sute de fonduri specializate în aceste titluri, iar acţiunile firmelor mici le-au făcut un serviciu dând în următorul deceniu un *randament mai mic* cu cinci puncte procentuale pe an decât cel al acţiunilor firmelor mari. Ciclul s-a reluat în 1999, când acţiunile firmelor mici le-au depăşit pe cele ale firmelor mari cu aproape nouă puncte procentuale, determinând agenţiile de investiţii să vândă pentru prima oară marelui public sute de acţiuni la firmele mici de înaltă tehnologie. În locul „electronicii", „calculatoarelor" sau „francizei", noile cuvinte la modă erau „.com", „optică", „fără fir" şi chiar prefixe cum ar fi „e-" şi „i-". Investiţiile în domenii la modă se transformă întotdeauna într-o armă redutabilă, spintecând pe oricine crede în ele.

Scanned with OKEN Scanner

bine alese. În al treilea rând, o piață în creștere este de regulă foarte generoasă cu titlurile care au prețuri mici; astfel, ea tinde să ridice titlul de ocazie tipic la un nivel cel puțin rezonabil. În al patrulea rând, chiar în perioadele relativ monotone, are loc un proces continuu de ajustare a prețurilor, titlurile secundare care au fost subevaluate putând crește cel puțin până când ating un nivel normal pentru acest gen de titluri de valoare. În al cincilea rând, factorii specifici care, în multe cazuri, au contribuit la obținerea unor rezultate dezamăgitoare din punctul de vedere al profitului pot fi corectați prin apariția unor condiții noi, adoptarea unor politici noi sau schimbarea managementului.

În ultimii ani a apărut un nou factor important – achiziția companiilor mai mici de altele mai mari, de regulă în cadrul unui program de diversificare. În aceste cazuri, atenția acordată a fost aproape întotdeauna relativ însemnată, mult mai mare decât cea acordată cu puțin timp înainte, când prețurile erau foarte mici.

Când ratele dobânzilor au scăzut cu mult sub nivelul din 1970, domeniul titlurilor de ocazie a cuprins inclusiv obligațiunile și acțiunile privilegiate care se vindeau cu mult sub valoarea nominală. În prezent, situația este cu totul alta, chiar și titlurile cu garanții solide vânzându-se cu un disagio substanțial dacă sunt purtătoare ale unor cupoane de, să zicem, 4½% sau mai puțin. Exemple: titlurile American Telephone & Telegraph cu dobândă de $2^5/_8$% și scadența în 1986 s-au vândut în 1970 cu numai 51; titlurile Deere & Co. cu dobândă de 4½% și scadența în 1983 s-au vândut cu numai 62. Este posibil ca, în viitorul foarte apropiat, acestea să se dovedească a fi fost titluri de ocazie – asta dacă ratele predominante ale dobânzilor scad substanțial. Pentru a cumpăra o obligațiune de ocazie în sensul tradițional al cuvântului, ar trebui, poate, să ne îndreptăm atenția încă o dată spre obligațiunile ipotecare prioritare ale societăților de cale ferată aflate acum într-o situație dificilă din punct de vedere financiar, care oferă dobânzi de 20% sau 30%. Asemenea situații nu sunt pentru investitorul neexperimentat; neavând un simț real al valorilor în acest domeniu, el poate să se ardă. Există însă o tendință profundă de exagerare a declinului pieței în acest domeniu; în consecință, categoria titlurilor respective oferă o invitație deosebit de tentantă la o analiză atentă și curajoasă. În deceniul încheiat în 1948, categoria valorând miliarde de dolari a obligațiunilor emise de societățile de cale ferată ajunse în incapacitate de plată a prezentat numeroase și spectaculoase

Scanned with OKEN Scanner

ocazii din acest punct de vedere. De atunci, ele au fost foarte rare; par însă a reapărea în anii 1970.*

Situaţiile speciale sau „remedierile"

Nu cu foarte multă vreme în urmă, acestea puteau aproape garanta un randament tentant pentru cei care ştiau cum să le manevreze; iar acest lucru era valabil în aproape toate conjuncturile pieţei în ansamblu. De fapt, nu era un domeniu interzis marelui public. Unii dintre cei care au avut fler pentru aşa ceva i-au dat de rost şi au devenit practicieni destul de capabili fără să fie nevoiţi să studieze foarte mult sau să facă un stagiu de ucenicie. Alţii au fost destul de perspicace să recunoască viabilitatea fundamentală a acestei abordări şi să se asocieze cu tineri inteligenţi care manevrau fonduri dedicate în primul rând acestor „situaţii speciale". În ultimii ani însă, din motive pe care le vom prezenta mai târziu, domeniul „arbitrajelor şi remedierilor" a devenit mai riscant şi mai puţin profitabil. Se poate ca, în anii următori, condiţiile din acest domeniu să devină mai propice. În orice caz, merită să ne referim pe scurt la natura generală şi originea acestor operaţiuni, cu unu-două exemple ilustrative.

„Situaţia specială" tipică este rezultatul achiziţionării unui număr tot mai mare de firme mici de către firme mari, pe măsură ce principiul diversificării produselor a fost adoptat de tot mai multe conduceri. De multe ori pare indicat ca o asemenea întreprindere să cumpere o companie existentă din domeniul în care vrea să pătrundă în loc să înceapă de la zero o afacere nouă. Pentru a face posibilă o asemenea achiziţie şi pentru ca ea să fie aprobată de marea majoritate a acţionarilor companiei mai mici, este aproape întotdeauna necesar să se ofere un preţ considerabil mai mare decât cel actual. Astfel de tranzacţii au oferit interesante posibilităţi de realizare a unui profit celor

* Obligaţiunile emise de societăţile de cale ferată ajunse în incapacitate de plată nu oferă ocazii semnificative în prezent. Totuşi, după cum s-a observat deja, obligaţiunile de calitate inferioară sechestrate şi neplătite, ca şi obligaţiunile convertibile emise de companiile de înaltă tehnologie se pot dovedi extrem de valoroase după prăbuşirea pieţei din 2000-2002. Diversificarea în acest domeniu este însă esenţială – şi nerecomandabilă dacă nu pot fi investiţi cel puţin 100.000 $ numai în titluri sechestrate. Dacă nu aveţi mai multe milioane de dolari, nu este indicat să apelaţi la o asemenea diversificare.

Scanned with OKEN Scanner

care au studiat domeniul şi au o mare putere de discernământ, dublată de o amplă experienţă.

Investitorii versaţi au câştigat o grămadă de bani nu cu mulţi ani în urmă din achiziţia de obligaţiuni ale unor societăţi de cale ferată aflate în faliment – obligaţiuni despre care ştiau că vor valora cu mult mai mult decât au plătit ei pe ele, în momentul în care, până la urmă, societăţile respective se vor reorganiza. După adoptarea planurilor de reorganizare, a apărut o piaţă „la emitere" pentru noile titluri de valoare. Acestea au putut fi vândute aproape întotdeauna la un preţ considerabil mai mare decât preţul de cumpărare a titlurilor vechi care urma să fie înlocuite. A existat riscul ca planurile să nu fie îndeplinite sau să apară întârzieri neaşteptate, dar, în ansamblu, asemenea „operaţiuni de arbitraj" s-au dovedit a fi extrem de profitabile.

Ocazii asemănătoare au apărut în urma dezmembrării companiilor de servicii publice în conformitate cu legislaţia adoptată în 1935. S-a dovedit că aproape toate aceste întreprinderi valorau cu mult mai mult în momentul în care s-a făcut trecerea de la companiile centralizate la un grup de companii distincte.

Factorul de bază în acest caz este tendinţa pieţelor de titluri de a le subevalua pe cele care sunt implicate în orice fel de proceduri juridice complicate. O veche deviză a comunităţii financiare sună astfel: „Niciodată să nu cumperi acţiuni la o firmă aflată în proces." Poate fi o recomandare adecvată pentru speculatorul interesat să manevreze rapid plasamentele proprii. Însă adoptarea acestei atitudini de către marele public va duce obligatoriu la apariţia unor ocazii în domeniul titlurilor de valoare afectate de aceasta, din moment ce prejudecata respectivă determină menţinerea preţului lor la un nivel exagerat de scăzut.*

---

* Un caz tipic din perioada recentă este cel al companiei Philip Morris, ale cărei acţiuni au pierdut 23% din valoare la două zile după ce o instanţă din Florida i-a autorizat pe juraţi să ia în considerare plata unor daune punitive de până la 200 de miliarde $ de către compania în cauză – care, în cele din urmă, a recunoscut că ţigările pot cauza cancer. După un an, acţiunile Philip Morris şi-au dublat valoarea – pentru a scădea din nou după un alt proces cu daune de mai multe miliarde de dolari desfăşurat în Illinois. Câteva companii au fost practic distruse de o serie de procesele civile, printre care Johns Manville, W.R. Grace şi USG Corp. Astfel, regula care spune „să nu cumperi niciodată acţiuni la o firmă aflată în proces" rămâne valabilă pentru aproape toţi investitorii foarte intrepizi.

Scanned with OKEN Scanner

Exploatarea situațiilor speciale este un domeniu tehnic al investițiilor care necesită o mentalitate și calități psihice oarecum neobișnuite. Probabil că doar o mică parte a investitorilor noștri întreprinzători sunt înclinați să se implice în așa ceva, iar cartea de față nu este locul adecvat unei expuneri a complicațiilor acestei abordări.[6]

Implicațiile generale ale regulilor noastre de plasament al capitalului

Politica de investiții, așa cum a fost ea prezentată în această lucrare, depinde în primul rând de preferința investitorului fie pentru atitudinea defensivă (pasivă), fie pentru cea agresivă (întreprinzătoare). Investitorul agresiv trebuie să cunoască foarte bine valoarea titlurilor – de fapt, suficient de bine pentru a vedea în operațiunile cu titluri pe care le face echivalentul unei întreprinderi. În această concepție nu există cale de mijloc, nu există gradații între pasivitate și agresivitate. Mulți, dacă nu chiar majoritatea investitorilor caută să se plaseze într-o categorie intermediară; după părerea noastră, acesta este un compromis care are șanse să producă mai degrabă dezamăgire decât mulțumire.

Ca investitor, nu puteți deveni „om de afaceri pe jumătate", așteptându-vă așadar să realizați jumătate din rentabilitatea normală a fondurilor dumneavoastră.

Rezultă de aici că majoritatea posesorilor de titluri de valoare ar trebui să aleagă o atitudine defensivă. Ei nu au timpul, hotărârea sau calitățile psihice necesare transformării activității de investiții într-o cvasiafacere. De aceea, ei ar trebui să se mulțumească cu randamentul excelent pe care-l pot obține acum de la un portofoliu defensiv (și chiar cu mai puțin) și să reziste cu fermitate tentației periodice de a-și mări randamentul abătându-se pe alte căi.

Investitorul întreprinzător poate efectua în mod adecvat orice tranzacție cu titluri de valoare pentru care dispune de cunoștințele și discernământul necesar și care pare suficient de promițătoare atunci *când este evaluată în raport cu standarde de afaceri consacrate.*

În recomandările și obiecțiile adresate acestei categorii de investitori, am încercat să aplicăm asemenea standarde de afaceri. În cele adresate investitorului defensiv, ne-am orientat în mare măsură după cele trei condiții ale siguranței, simplității alegerii și perspectivei unor

Scanned with OKEN Scanner

rezultate satisfăcătoare, atât din punct de vedere psihologic, cât şi din punct de vedere matematic. Pe baza acestor criterii, am exclus din domeniul investiţiilor recomandate câteva categorii de titluri considerate în mod normal potrivite pentru diferite genuri de investitori. Aceste restricţii au fost prezentate în primul capitol al cărţii, la p. 31.

Să vedem puţin mai pe larg ce anume implică aceste excluderi. Am recomandat să nu se cumpere la „preţ întreg" trei categorii importante de titluri de valoare: 1) obligaţiunile străine, 2) acţiunile privilegiate simple şi 3) acţiunile ordinare secundare, inclusiv, bineînţeles, ofertele iniţiale de asemenea titluri. Prin „preţ întreg" înţelegem preţul apropiat de valoarea nominală, în cazul obligaţiunilor şi acţiunilor privilegiate, şi preţul care este aproximativ echivalent cu valoarea economică corectă a întreprinderii, în cazul acţiunilor ordinare. Investitorii defensivi, care sunt mai numeroşi, trebuie să evite aceste categorii indiferent de preţ; investitorul întreprinzător trebuie să le cumpere numai la preţuri de ocazie – pe care le definim ca fiind preţuri nu mai mari de două treimi din valoarea determinată a titlurilor de valoare.

Ce s-ar întâmpla dacă toţi investitorii s-ar lua după sfaturile noastre în această privinţă? Am răspuns la această întrebare când am vorbit despre obligaţiunile străine, la pp. 145-146, şi nu avem nimic de adăugat la ce am spus acolo. Acţiunile privilegiate cotate ca investiţii ar fi cumpărate numai de companii, cum ar fi cele de asigurări, care ar beneficia de statutul fiscal special al acţiunilor pe care le posedă.

Consecinţa cea mai neplăcută a politicii noastre de excludere se resimte în domeniul acţiunilor ordinare secundare. Dacă majoritatea investitorilor, care au o atitudine defensivă, nu trebuie să le cumpere deloc, sfera posibililor cumpărători se restrânge serios. În plus, dacă investitorii agresivi trebuie să le cumpere numai la preţuri de ocazie, atunci aceste titluri ar urma să se vândă numai la preţuri mai mici decât valoarea lor corectă, exceptând cazurile în care ele ar fi achiziţionate într-un mod neinteligent.

Afirmaţiile de mai înainte pot părea grave şi chiar puţin imorale. În realitate, noi nu facem decât să recunoaştem ceea ce s-a întâmplat de fapt în acest domeniu în cea mai mare parte a ultimilor 40 de ani. Acţiunile secundare chiar fluctuează, în cea mai mare parte a timpului, în jurul unei valori centrale care este cu mult inferioară valorii lor corecte. Uneori, ele egalează şi chiar depăşesc valoarea respectivă; această situaţie apare la nivelurile superioare ale pieţei în creştere,

Scanned with OKEN Scanner

când, potrivit celor învățate din experiența practică, nu este bine să se cumpere acțiuni ordinare.

Astfel, sugerăm doar ca investitorul agresiv să ia titlurile secundare așa cum sunt ele și să accepte valorile centrale ale pieței, care sunt normale pentru acea categorie de titluri, ca pe un reper în fixarea propriilor prețuri la care el însuși le va achiziționa.

Există totuși un paradox în acest caz. Compania secundară tipică, aleasă după criterii adecvate poate oferi perspective la fel de promițătoare ca firma-lider tipică. Ceea ce-i lipsește unei firme mai mici din punctul de vedere al stabilității intrinseci se poate compensa ușor prin posibilitățile mai mari de creștere. În consecință, multor cititori li se poate părea ilogic faptul că etichetăm drept „neinteligentă" achiziția unor asemenea acțiuni secundare la „valoarea întreagă a întreprinderii". Noi credem că logica cea mai solidă este cea a experienței. Evoluția pieței financiare arată clar că investitorul se poate aștepta la rezultate satisfăcătoare pe ansamblu de la acțiunile ordinare secundare doar dacă le cumpără la un preț mai mic decât valoarea pe care le-o atribuie deținătorul lor, un proprietar al companiei, adică la un preț de ocazie.

Ultima afirmație indică faptul că acest principiu îl vizează pe investitorul obișnuit *din exterior*. Orice persoană care poate *controla* o companie secundară sau care face parte dintr-un grup coerent ce exercită un asemenea control este pe deplin îndreptățită să cumpere acțiuni după aceleași principii de care ar ține cont dacă ar investi într-o „corporație închisă" ori în altă afacere privată. Deosebirea dintre statutul și politica de investiții corespunzătoare inițiaților, pe de o parte, și cele ale persoanelor din exterior, pe de altă parte, devine tot mai importantă pe măsură ce întreprinderea în sine devine *mai puțin* importantă. Una dintre caracteristicile de bază ale unei companii primare sau principale este aceea că o singură acțiune considerată separat valorează în mod obișnuit la fel de mult ca o acțiune dintr-un pachet de control. În companiile secundare, valoarea *medie* de piață a unei acțiuni izolate este mult mai mică decât valoarea pe care i-o atribuie un proprietar cu poziție de control. Datorită acestui fapt, chestiunea relațiilor dintre acționar și conducere, precum și dintre acționarii interni și cei externi tinde să fie mult mai importantă și mai controversată în cazul companiilor secundare decât în cazul companiilor primare.

La sfârșitul capitolului 5 am spus cât este de greu să se facă o distincție clară și rapidă între companiile secundare și cele primare.

Scanned with OKEN Scanner

Prețurile numeroaselor acțiuni ordinare aflate în zona de graniță pot prezenta pe bună dreptate un comportament intermediar. N-ar fi ilogic ca un investitor să cumpere un asemenea titlu cu un *mic* disagio față de valoarea indicată sau determinată, pornind de la premisa că între acesta și categoria titlurilor primare nu există decât o mică diferență și că el poate intra în mod evident în categoria respectivă într-un viitor nu foarte îndepărtat.

Astfel, nu trebuie făcută o distincție prea categorică între titlurile secundare și cele primare; căci, dacă ea ar exista, atunci o mică diferență sub aspectul calității ar trebui să determine o diferență substanțială din punctul de vedere al prețului justificat de achiziție. Spunând aceasta, acceptăm că există categorii de mijloc între clasele de acțiuni ordinare, cu toate că am recomandat să nu se creeze asemenea categorii intermediare între clasele de investitori. Această aparentă inconsecvență are următoarea explicație: un punct de vedere oarecum nesigur în legătură cu un anumit titlu de valoare nu poate face mult rău, deoarece asemenea cazuri sunt excepționale și nu au o miză foarte mare. Însă alegerea de către investitor a unei atitudini defensive sau agresive are o importanță majoră pentru el și nu trebuie să-și permită să fie confuz sau să facă un compromis în această decizie esențială.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 7

„Este nevoie de multă cutezanță și de multă prudență ca să faci avere; iar după ce ai făcut-o, îți trebuie de zece ori mai multă inteligență ca s-o păstrezi."

Nathan Mayer Rothschild

SINCRONIZAREA NU CONTEAZĂ

Într-o lume perfectă, investitorul inteligent ar cumpăra acțiuni doar când acestea ar fi ieftine și le-ar vinde când prețul lor ar fi prea mare, după care s-ar ascunde în buncărul obligațiunilor și al echivalentelor de numerar până când acțiunile ar redeveni suficient de ieftine pentru a cumpăra. Potrivit unui studiu, din 1966 și până la sfârșitul lui 2001, 1 $ plasat permanent în acțiuni ar fi ajuns să valoreze 11,71 $. Dacă însă ați fi renunțat la acțiuni exact înaintea celor mai rele cinci zile ale fiecărui an, dolarul dumneavoastră inițial ar fi valorat 987,12 $.[1]

Asemenea majorității ideilor magice cu privire la plasamentele financiare, și aceasta se bazează pe agilitate. Cum anume v-ați putea da seama, dumneavoastră sau altcineva, care zile vor fi cele mai rele – *înainte* ca acestea să vină? Pe 7 ianuarie 1973, *New York Times* a publicat un interviu cu unul dintre marii specialiști ai țării în prognoză financiară, care îi îndemna pe investitori să cumpere fără ezitare acțiuni: „De foarte puține ori puteți fi atât de vădit optimiști cum puteți fi acum." Acel specialist se numea Alan Greenspan și de foarte puține ori cineva s-a înșelat într-un mod atât de vădit cum s-a înșelat viitorul președinte al Rezervei Federale în acea zi: 1973 și 1974 s-au dovedit

---

[1] „The Truth About Timing", *Barron's*, 5 noiembrie 2001, p. 20. Titlul acestui articol duce cu gândul la un principiu durabil al investitorului inteligent. Ori de câte ori vedeți cuvântul „truth" („adevăr") într-un articol despre plasamentele financiare, fiți pe față; multe dintre afirmațiile care urmează sunt, probabil, minciuni. (În primul rând, un investitor care ar fi cumpărat acțiuni în 1966 și le-ar fi păstrat până la sfârșitul anului 2001 ar fi ajuns să aibă cel puțin 40 $, nu 11,71 $; studiul citat în *Barron's* pare să fi ignorat reinvestirea dividendelor.)

Scanned with OKEN Scanner

a fi anii cei mai nefaşti pentru creşterea economică şi piaţa bursieră de la Marea Criză.[2]

Pot profesioniştii să anticipeze evoluţia pieţei mai bine decât Alan Greenspan? „Nu văd niciun motiv să nu mă gândesc la faptul că cea mai mare parte a declinului este în urma noastră", declara, pe 3 decembrie 2001, Kate Leary Lee, preşedinta firmei R.M. Leary & Co., specializată în prognoze de piaţă. „Asta este când vrei să fii pe piaţă", adăugă ea, anticipând că acţiunile „arată bine" pentru primul trimestru al lui 2002.[3] În următoarele trei luni, acţiunile au dat un randament mizerabil de 0,28%, inferior celui al echivalentelor de numerar cu 1,5 puncte procentuale.

Leary nu este singura. În urma unui studiu efectuat de doi profesori de finanţe de la Universitatea „Duke", s-a constatat că, dacă aţi fi urmat recomandările făcute în cele mai bune 10% dintre buletinele de prognoză a pieţei, aţi fi realizat, între 1991 şi 1995, un randament anualizat de 12,6%. Dacă însă le-aţi fi ignorat şi v-aţi fi păstrat banii într-un fond bazat pe un indice bursier, aţi fi câştigat 16,4%.[4]

Aşa cum remarca filozoful danez Søren Kierkegaard, viaţa nu poate fi înţeleasă decât privind înapoi – dar trebuie trăită privind înainte. Privind în urmă, puteţi să observaţi foarte bine momentele în care ar fi trebuit să cumpăraţi şi să vindeţi acţiuni. Dar asta nu trebuie să vă facă să credeţi că vă puteţi da seama instantaneu când anume să intraţi şi când anume să ieşiţi de pe piaţă. Pe pieţele financiare, intuiţia are întotdeauna un caracter retrospectiv, însă capacitatea de prevedere este practic inexistentă. Şi astfel, pentru majoritatea investitorilor, luarea unei decizii pe baza prognozei pieţei este o imposibilitate din punct de vedere practic şi emoţional.[5]

---

[2] New York Times, 7 ianuarie 1973, secţiunea specială de analiză economică, pp. 2, 19, 44.

[3] Comunicat de presă, „It's a good time to be in the market, says R.M. Leary & Co.", 3 decembrie 2001.

[4] Aţi fi economisit de asemenea mii de dolari din taxele anuale de abonament (care n-au fost deduse din câştigurile aduse de respectarea acestor recomandări). Iar costurile de brokeraj şi impozitele pe câştigurile pe termen scurt din operaţiuni de capital sunt de regulă mult mai mari în cazul celor care acţionează pe baza prognozelor de piaţă decât în cazul celor care cumpără şi păstrează mai multă vreme titlurile. Pentru studiul amintit, a se vedea John R. Graham şi Campbell R. Harvey, „Grading the Performance of Market-Timing Newsletters", *Financial Analysts Journal*, noiembrie-decembrie 1997, pp. 54-66, disponibil şi la www.duke.edu/~charvey/research.htm.

[5] Pentru mai multe informaţii despre variantele practice ale prognozei pieţei – reechilibrarea şi strategia plasamentelor constante – a se vedea capitolele 4 şi 8.

Scanned with OKEN Scanner

CEEA CE URCĂ...

Asemenea navetei spaţiale care ia viteză pe măsură ce urcă în stratosfera Pământului, acţiunile în creştere par să sfideze adeseori gravitaţia. Să analizăm traiectoriile a trei dintre cele mai căutate acţiuni în creştere din anii 1990: General Electric, Home Depot şi Sun Microsystems. (A se vedea figura 7-1.)

Între 1995 şi 1999, fiecare dintre companiile respective a crescut şi mai mult an de an, devenind din ce în ce mai rentabilă. Veniturile s-au dublat în cazul Sun şi au crescut de peste două ori în cazul Home Depot. Potrivit specialiştilor de la Value Line, veniturile GE au crescut cu 29%; profitul acesteia s-a mărit cu 65%. În cazul Home Depot şi Sun, profitul pe acţiune aproape că s-a triplat.

Se întâmpla însă un alt lucru – care nu l-ar fi surprins deloc pe Graham. Cu cât aceste companii creşteau mai repede, cu atât acţiunile lor deveneau mai scumpe. Iar când acţiunile cresc mai repede decât companiile, investitorii ajung întotdeauna să regrete. După cum se observă în figura 7-2,

O companie formidabilă nu este o investiţie formidabilă dacă plătiţi prea mult pentru acţiunile ei.

Cu cât o acţiune urcă mai sus, cu atât pare mai probabil să continue să urce. Această convingere instinctivă este însă contrazisă categoric de o lege fundamentală a fizicii financiare: cu cât iau proporţii mai mari, cu atât cresc mai greu. O companie de 1 miliard $ îşi poate dubla destul de uşor vânzările; dar încotro s-o apuce o companie de 50 de miliarde $ ca să-şi mărească încasările cu alte 50 de miliarde $?

Acţiunile în creştere merită să fie cumpărate atunci când au preţuri rezonabile, dar când raportul preţ-profit depăşeşte cu mult valoarea de 25-30, riscurile cresc:

- Jurnalistul Carol Loomis a constatat că, din 1960 până în 1999, numai opt dintre cele mai mari 150 de companii din clasamentul *Fortune* 500 au reuşit să-şi mărească profitul cu o medie anuală de cel puţin 15% vreme de două decenii.[6]

[6] Carol J. Loomis, „The 15% Delusion", *Fortune*, 5 februarie 2001, pp. 102-108.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 7-1. Sus, mai sus şi departe, tot mai departe

		1995	1996	1997	1998	1999
General Electric	Venituri (milioane $)	43.013	46.119	48.952	51.546	55.645
	Profit pe acţiune ($)	0,65	0,73	0,83	0,93	1,07
	Randamentul anual al acţiunilor (%)	44,5	40,0	50,6	40,7	53,2
	Raportul preţ-profit la sfârşitul anului	18,4	22,8	29,9	36,4	47,9
Home Depot	Venituri (milioane $)	15.470	19.536	24.156	30.219	38.434
	Profit pe acţiune ($)	0,34	0,43	0,52	0,71	1,00
	Randamentul anual al acţiunilor (%)	4,2	5,5	76,8	108,3	68,8
	Raportul preţ-profit la sfârşitul anului	32,3	27,6	37,5	61,8	73,7
Sun Microsystems	Venituri (milioane $)	5.902	7.095	8.598	9.791	11.726
	Profit pe acţiune ($)	0,11	0,17	0,24	0,29	0,36
	Randamentul anual al acţiunilor (%)	157,0	12,6	55,2	114,7	261,7
	Raportul preţ-profit la sfârşitul anului	20,3	17,7	17,9	34,5	97,7

Surse: Bloomberg, Value Line.

Note: Venituri şi profituri pentru anul fiscal; randamentul acţiunilor pentru anul calendaristic; raportul preţ-profit este preţul la 31 decembrie împărţit la profitul raportat corespunzător ultimelor patru trimestre.

Scanned with OKEN Scanner

- Analizând datele aferente unei perioade de cinci decenii, cercetătorii de la firma Sanford C. Bernstein & Co. au demonstrat că numai 10% dintre marile companii americane îşi măriseră profitul cu 20% vreme de cel puţin cinci ani consecutivi, numai 3% şi-l măriseră cu 20% vreme de 10 ani la rând, iar niciuna nu reuşise să facă acest lucru 15 ani în şir.7
- În urma unui studiu academic realizat pe mii de acţiuni americane cotate între 1951 şi 1998, s-a constatat că, în fiecare perioadă de 10 ani, profitul net a crescut cu o medie anuală de 9,7%. În cazul celor mai mari companii, reprezentând 20% din total, profitul a crescut cu o medie anuală de numai 9,3%.[8]

FIGURA 7-2. Atenţie, ne prăbuşim

	Preţul acţiunilor 31.12.99	Preţul acţiunilor 31.12.02	Raportul PP 31.12.99	Raportul PP 31.12.02
General Electric	51,58 $	24,35 $	48,1	15,7
Home Depot	68,75 $	23,96 $	97,4	14,3
Sun Microsystems	38,72 $	3,11 $	123,3	d.i.

d.i.: date irelevante; Sun a înregistrat pierdere netă în 2002.

Surse: www.morningstar.com, yahoo.marketguide.com.

[7] A se vedea Jason Zweig, „A Matter of Expectations", *Money*, ianuarie 2001, pp. 49-50.

[8] Louis K.C. Chan, Jason Karceski, Josef Lakonishok, „The Level and Persistence of Growth Rates", National Bureau of Economic Research, material de lucru nr. 8282, mai 2001, disponibil la www.nber.org/papers/w8282.

Scanned with OKEN Scanner

MULT POTENȚIAL PENTRU PUBLICITATE

Investitorii nu sunt singurii care cad pradă iluziei că ritmul foarte înalt de creştere poate continua la nesfârşit. În februarie 2000, directorul John Roth de la Nortel Networks a fost întrebat cât de mult poate creşte uriaşa lui firmă de telecomunicaţii prin fibre optice. „Industria creşte cu 14-15% pe an", a răspuns Roth, „iar noi intenționăm să creştem cu şase puncte procentuale mai repede. Pentru o companie de asemenea dimensiuni, este ceva ameţitor." Acțiunile Nortel, care crescuseră cu aproape 51% anual în cei şase ani anteriori, aveau în acel moment un preț de 87 de ori mai mare decât profitul pe acțiune prognozat de Wall Street pentru anul 2000. Oare prețul era prea mare? „El urcă", zise Roth ridicând uşor din umeri, „şi mai este loc destul ca valoarea noastră să crească în momentul în care vom pune în aplicare strategia în domeniul comunicațiilor fără fir." (În definitiv, adăugă el, acțiunile Cisco Systems se vindeau la un preț de 121 de ori mai mare ca profitul estimat!)[1]

În ceea ce priveşte compania Cisco, în noiembrie 2000, directorul acesteia, John Chambers, afirma cu insistență că firma lui poate continua să crească într-un ritm de cel puțin 50% anual. „Logica", declara el, „ar indica faptul că este vorba despre o evadată." Acțiunile Cisco scăzuseră mult – atunci se vindeau la un preț de numai 98 de ori mai mare ca profitul din anul anterior – iar Chambers îi îndemna pe investitori să cumpere. „Deci pe cine veți paria?" întrebă el. „Acum poate fi ocazia."[2]

În schimb, aceste companii în creştere s-au micşorat – iar acțiunile lor supraevaluate au scăzut. Veniturile Nortel s-au redus cu 37% în 2001, iar compania a pierdut peste 26 de miliarde $ în anul respectiv. Veniturile Cisco au crescut într-adevăr cu 18% în 2001, dar compania a încheiat anul cu o pierdere netă de peste 1 miliard $. Acțiunile Nortel, care aveau un preț de 113,50 $ în momentul în care vorbea Roth, au terminat anul 2002 la 1,65 $. Acțiunile Cisco, care aveau prețul de 52 $ în momentul în care Chambers şi-a numit compania „evadată", s-au prăbuşit la 13 $.

Din acel moment, ambele companii au devenit mai circumspecte în privința viitorului lor.

[1] Lisa Gibbs, „Optic Uptick", *Money*, aprilie 2000, pp. 54-55.

[2] Brooke Southall, „Cisco's Endgame Strategy", *InvestmentNews*, 30 noiembrie 2000, pp. 1, 23.

Scanned with OKEN Scanner

Chiar mulți conducători de companii nu-şi dau seama de aceste riscuri (a se vedea caseta de la p. 193). Investitorul inteligent însă devine interesat de acțiunile aflate în creştere semnificativă nu când toată lumea este foarte atrasă de ele, ci când se întâmplă ceva rău. În iulie 2002, Johnson & Johnson a anunțat că autoritățile federale de reglementare investigau nişte acuzații de fals în contabilitate la una dintre fabricile sale de medicamente, iar acțiunile au pierdut 16% într-o singură zi. Aceasta a făcut ca raportul dintre prețul unei acțiuni J & J şi profitul din ultimele 12 luni să scadă de la 24 la 20. La acel nivel inferior, acțiunile Johnson & Johnson ar fi putut redeveni acțiuni în creştere, având loc să urce – făcând din J & J ceea ce Graham numeşte o „companie de mari dimensiuni, relativ nepopulară".[9] Acest gen de nepopularitate temporară poate aduce câştiguri durabile, dându-vă posibilitatea să cumpărați acțiuni ale unei companii importante la un preț bun.

TREBUIE SĂ PUNEȚI TOATE OUĂLE ÎNTR-UN SINGUR COŞ?

„Puneți-vă toate ouăle într-un singur coş şi apoi fiți cu ochii pe acel coş", proclama Andrew Carnegie cu un secol în urmă. „Nu vă risipiți eforturile... În viață, marile succese se datorează concentrării." Aşa cum arată Graham, „averile realmente mari făcute pe seama acțiunilor ordinare" aparțin celor care şi-au băgat toți banii într-o singură companie pe care o cunoşteau foarte bine.

Aproape toți bogații Americii îşi datorează averea unei investiții concentrate într-o singură industrie sau chiar într-o singură companie (gândiți-vă la Bill Gates şi Microsoft, la Sam Walton şi Wal-Mart sau la Rockefelleri şi Standard Oil). De exemplu, lista celor mai bogați 400 de americani publicată de *Forbes* a fost dominată, încă de la prima ei alcătuire în 1982, de oameni care nu au investit în foarte multe domenii.

Cu toate acestea, aproape niciuna dintre averile mai mici nu s-a făcut în acest mod – şi nu multe averi mari s-au *păstrat* în acest mod. Ceea ce Carnegie a uitat să menționeze este faptul că, în viață, concentrarea este în acelaşi timp cauza celor mai mari *eşecuri*. Să ne uităm din nou pe „Lista bogaților" întocmită de *Forbes*. În 1982, averea

---

[9] Aproape exact 20 de ani mai târziu, în octombrie 1982, acțiunile Johnson & Johnson au pierdut 17,5% din valoare într-o săptămână în momentul în care câțiva oameni au murit după ce au luat Tylenol care fusese contaminat cu cianură de o persoană necunoscută din afara companiei. Johnson & Johnson a reacționat inventând ambalajele sigilate, iar acțiunile companiei au continuat să fie una dintre investițiile formidabile ale anilor 1980.

Scanned with OKEN Scanner

medie netă a unei persoane de pe listă era de 230 de milioane $. Ca să ajungă pe lista din 2002, ea trebuia să obțină din averea proprie un profit mediu de numai 4,5% pe an – într-o perioadă în care chiar şi conturile bancare au adus un câştig mai mare, iar piața bursieră a avut un randament mediu anual de 13,2%.

Deci câte persoane de pe lista *Forbes* 400 din 1982 au mai apărut pe aceasta după 20 de ani? Numai 64 dintre cei de pe lista originală – adică abia 16% – s-au regăsit şi pe lista din 2002. Păstrându-şi toate ouăle în acel unic coş datorită căruia au ajuns pe listă la început – industrii aflate cândva în plin avânt precum petrolul şi gazele, echipamentele de calcul sau industria prelucrătoare de bază – toate celelalte persoane care au apărut pe lista originală au dispărut treptat de pe aceasta. Când au venit vremuri grele, niciuna dintre aceste persoane nu a fost pregătită în mod adecvat – în ciuda marilor avantaje pe care le poate oferi o avere de dimensiuni uriaşe. Ele n-au putut decât să stea şi să tresară la trosnetul insuportabil produs de economia în continuă schimbare care le zdrobea singurul coş cu toate ouăle în el.[10]

CUTIA CU TITLURI DE OCAZIE

V-ați putea gândi că, în lumea noastră, în care toate lucrurile se leagă între ele, ar fi sigur să vă creați o listă de acțiuni care să îndeplinească criteriile stabilite de Graham pentru titlurile de ocazie (p. 177). Deşi Internetul este de mare ajutor, va trebui totuşi să faceți în mare măsură manual acest lucru.

Luați un exemplar din ediția de azi a *Wall Street Journal*, dați la secțiunea „Bani şi investiții" şi uitați-vă la clasamentele de la NYSE şi NASDAQ pentru a afla acțiunile care au atins astăzi noi minime în ultimul an – un mod rapid şi simplu de a identifica firme care ar putea să treacă testele fondului de rulment net propuse de Graham. (Pe Internet, încercați http://quote.morningstar.com/highlow.html?msection=HighLow.)

Pentru a afla dacă o acțiune se vinde la un preț mai mic decât valoarea fondului de rulment net (ceea ce adepții lui Graham numesc „net-net"), cereți sau descărcați ultimul raport trimestrial sau anual de pe site-ul companiei sau din baza de date EDGAR de pe site-ul www.sec.gov. Din activele curente, scădeți pasivele totale, inclusiv valoarea acțiunilor privilegiate şi datoria pe termen lung. (Sau

---

[10] Pentru observația potrivit căreia este foarte greu să rămâi pe lista *Forbes* 400, sunt îndatorat managerului de investiții Kenneth Fisher (el însuşi cronicar la *Forbes*).

Scanned with OKEN Scanner

consultați la biblioteca publică un exemplar din „Value Line Investment Survey", pentru a vă scuti de un abonament anual costisitor. În fiecare număr există o listă a „acțiunilor de ocazie fundamentale" – „Bargain Basement Stocks" – care se apropie de definiția lui Graham.) Majoritatea acestor acțiuni provin în ultima vreme din domenii luate cu asalt precum industria tehnologiilor de vârf sau telecomunicațiile.

De pildă, pe 31 octombrie 2002, Comverse Technology avea 2,4 miliarde $ în active curente şi 1 miliard $ în pasive totale, rezultând astfel un fond de rulment net de 1,4 miliarde $. În condițiile în care avea emise mai puțin de 190 de milioane de acțiuni, iar prețul unei acțiuni era de sub 8 $, compania avea o capitalizare totală de piață de sub 1,4 miliarde $. În condițiile în care valoarea acțiunilor n-o depăşea pe cea a disponibilităților şi stocurilor companiei, aceasta se vindea în acel moment practic pe nimic. După Graham, puteți să pierdeți totuşi bani investind în acțiuni precum cele ale firmei Comverse – de aceea, ar trebui să le cumpărați doar dacă găsiți de vânzare vreo două duzini odată şi le păstrați cu răbdare. Însă în foarte rarele momente în care Domnul Piață oferă atât de multe titluri de ocazie veritabile, puteți fi aproape siguri că veți avea de câştigat.

CARE ESTE POLITICA DUMNEAVOASTRĂ EXTERNĂ?

Investițiile în acțiuni străine nu sunt obligatorii pentru investitorul inteligent, dar sunt în mod categoric recomandabile. De ce? Vă propun să facem un mic exercițiu de logică. Să zicem că este sfârşitul anului 1989, iar dumneavoastră sunteți japonezi. Iată datele problemei:

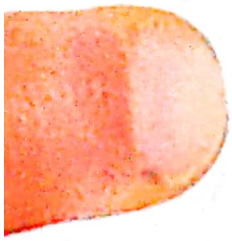
- În ultimii 10 ani, piața bursieră din țara dumneavoastră a avut un randament mediu anual de 21,2%, cu mult mai mare decât cel de 17,5% din SUA.
- Companiile japoneze cumpără totul în SUA, de la terenul de golf de la Pebble Beach până la Centrul Rockefeller; între timp, firme americane precum Drexel Burnham Lambert, Financial Corp. of America şi Texaco dau faliment.
- Industria tehnologiilor de vârf din SUA este pe moarte, cea a Japoniei este în plin avânt.

În 1989, dumneavoastră, cei din țara soarelui răsare, nu puteți decât să trageți concluzia că a investi în afara Japoniei este cea mai proastă idee de la inventarea automatelor care vând sushi. Bineînțeles că băgați toți banii în acțiuni japoneze.

Rezultatul? În deceniul următor, pierdeți cam două treimi din bani.

Scanned with OKEN Scanner

Concluzia nu este că n-ar trebui să investiți niciodată pe alte piețe cum este cea japoneză, ci că japonezii n-ar fi trebuit să-şi țină niciodată toți banii acasă. Şi nici dumneavoastră n-ar trebui să faceți asta. Dacă locuiți în SUA, munciți în SUA şi sunteți plătiți în dolari americani, pariați deja de mai multe ori pe economia americană. Este prudent să investiți o parte a banilor în altă parte – pur şi simplu pentru că nimeni, de oriunde ar fi, nu poate şti vreodată ce va aduce viitorul în propria țară sau în alte țări. Plasând până la o treime din capitalul investit în acțiuni în fonduri care gestionează acțiuni străine (inclusiv pe pieţele în ascensiune), ne asigurăm că ograda noastră este întotdeauna locul cel mai bun din lume în care putem să investim.



Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 8

Investitorul şi fluctuaţiile pieţei

În măsura în care investitorul îşi plasează capitalul în obligaţiuni de rangul întâi cu scadenţă relativ scurtă – respectiv cel mult şapte ani – el nu va fi afectat semnificativ de schimbările pe care le suferă preţurile şi nu va trebui să ţină seama de ele. (Acest lucru este valabil şi pentru plasamentele în obligaţiuni de tezaur pentru economii emise în SUA, care pot fi răscumpărate întotdeauna la preţul de cost sau la un preţ mai mare.) Preţul obligaţiunilor pe termen mai lung poate avea oscilaţii mari de-a lungul timpului, iar acţiunile ordinare vor fluctua aproape sigur ca valoare în interval de câţiva ani.

Investitorul ar trebui să ştie aceste lucruri şi să fie pregătit pentru ele atât din punct de vedere financiar, cât şi din punct de vedere psihologic. El va urmări să profite de schimbările nivelului pieţei – bineînţeles, prin creşterea valorii plasamentelor sale în acţiuni odată cu trecerea timpului şi, eventual, prin efectuarea de achiziţii şi vânzări la preţuri avantajoase. Acest interes al său este inevitabil şi foarte legitim. El implică însă pericolul foarte real de a determina la investitor atitudini şi activităţi speculative. Nouă ne este uşor să vă spunem să nu speculaţi; greu vă va fi să urmaţi acest sfat. Daţi-ne voie să repetăm ce am spus la început: dacă vreţi să speculaţi, faceţi asta cu ochii larg deschişi, ştiind că, la sfârşit, veţi pierde probabil bani; asiguraţi-vă că limitaţi suma pe care o riscaţi şi că o separaţi complet de restul programului dumneavoastră de investiţii.

Ne vom ocupa întâi de subiectul mai important al modificării preţului acţiunilor ordinare, iar ulterior vom trece la domeniul obligaţiunilor. În capitolul 3 am făcut o analiză istorică a evoluţiei pieţei bursiere în ultima sută de ani. În capitolul de faţă ne vom mai referi din când în când la aceasta, pentru a vedea ce-i promit investitorului datele din trecut – fie sub forma creşterii pe termen lung a valorii unui portofoliu păstrat relativ nemodificat pe parcursul mai multor perioade succesive de creştere şi scădere, fie sub forma posibilităţilor de a cumpăra la un preţ apropiat de nivelul minim al pieţei în

Scanned with OKEN Scanner

scădere şi de a vinde la un preţ cu puţin sub nivelul maxim al pieţei în creştere.

Fluctuaţiile pieţei ca reper pentru deciziile de investiţii

Cum preţul acţiunilor ordinare, chiar şi al celor foarte bine cotate, este supus unor fluctuaţii repetate şi ample, pe investitorul inteligent ar trebui să-l intereseze posibilităţile de exploatare a acestor oscilaţii. El poate încerca să facă acest lucru în două moduri: prin *sincronizare* sau prin *estimarea valorii*. Prin *sincronizare* înţelegem anticiparea evoluţiei pieţei bursiere – pentru a cumpăra şi a păstra acţiunile atunci când se consideră că piaţa are tendinţă de urcare, pentru a vinde sau a se abţine de la cumpărare atunci când piaţa are tendinţă de coborâre. Prin estimarea valorii înţelegem cumpărarea acţiunilor atunci când ele sunt cotate sub valoarea lor corectă şi vânzarea acestora când cotaţia lor depăşeşte valoarea respectivă. Estimarea valorii poate îmbrăca o formă mai puţin pretenţioasă: atunci când cumpăraţi, asiguraţi-vă pur şi simplu că nu plătiţi un preţ prea mare pentru acele acţiuni. Acest lucru ar putea fi suficient pentru investitorul defensiv, care pune accentul pe păstrarea titlurilor o perioadă lungă; ca atare, acesta reprezintă atenţia minimă care trebuie acordată nivelurilor pieţei.[1]

Suntem convinşi că investitorul inteligent poate obţine rezultate satisfăcătoare apelând la oricare dintre cele două forme de estimare a valorii. Suntem la fel de convinşi că, dacă pune accent pe sincronizare, în sensul de prognoză, el va deveni speculator şi va obţine rezultatele financiare ale unui speculator. Această deosebire poate părea destul de puţin sesizabilă unui profan, nefiind îndeobşte acceptată pe Wall Street. Din raţiuni practice sau, poate, din convingere, brokerii şi societăţile de investiţii par a fi adeptele principiului conform căruia atât investitorii, cât şi speculatorii care fac tranzacţii cu acţiuni ordinare ar trebui să acorde o mare atenţie prognozelor de piaţă.

Cu cât cineva se depărtează mai mult de Wall Street, cu atât va deveni mai sceptic, credem noi, în ceea ce priveşte rezultatele prognozei pieţei bursiere sau ale sincronizării. Investitorul abia dacă poate lua în serios nenumăratele previziuni care apar aproape zilnic şi pe care este de ajuns să le ceară. Totuşi, în multe cazuri, el le acordă atenţie şi chiar se conformează lor. De ce? Deoarece a fost convins că, pentru el, este important să-şi facă o *oarecare* părere despre evoluţia

viitoare a pieței bursiere și deoarece el consideră că prognoza agenției de brokeraj sau a societății de investiții este cel puțin la fel de demnă de încredere ca aceea pe care o face el.*

Nu avem destul spațiu aici ca să discutăm despre argumentele pro și contra prognozei pieței. Foarte multă inteligență este atrasă în acest domeniu și fără îndoială că *unii* pot face bani dovedindu-se specialiști pricepuți în analiza pieței bursiere. Este însă absurd să credem că *marele public* poate câștiga măcar un ban din prognoza pieței. Căci cine va cumpăra atunci când, la un semn, marele public se va grăbi să-și lichideze plasamentele pentru a scoate profit? Dacă dumneavoastră, cititorii, vreți să vă îmbogățiți peste câțiva ani aplicând o metodă sau ghidându-vă după un specialist în prognoza pieței, atunci trebuie să încercați să faceți ceea ce mulți alții încearcă să facă și să puteți face acest lucru mai bine decât numeroșii dumneavoastră concurenți de pe piață. Nu există niciun motiv logic sau practic să credem că un investitor obișnuit poate anticipa mișcările pieței mai bine decât marele public, din care el însuși face parte.

Există un aspect al principiului „sincronizării" care pare a fi scăpat tuturor. Sincronizarea are o mare importanță psihologică pentru

---

* La sfârșitul anilor 1990, prognozele „experților în strategie de piață" au ajuns să aibă o influență mai mare ca oricând. Din nefericire, ele n-au devenit mai exacte. Pe 10 martie 2000, chiar în ziua în care indicele compozit NASDAQ a atins cel mai mare nivel din toate timpurile, 5048,62 de puncte, principalul specialist în analiză tehnică de la Prudential Securities, Ralph Acampora, spunea în *USA Today* că se așteaptă ca indicele respectiv să atingă nivelul de 6000 de puncte în următoarele 12-18 luni. După cinci săptămâni, când indicele NASDAQ scăzuse deja la 3321,29, Thomas Galvin, specialist în strategie de piață la Donaldson, Lufkin & Jenrette, declara că „NASDAQ mai poate scădea numai 200-300 de puncte, existând posibilitatea să crească cu 2000 de puncte". S-a dovedit însă că indicele n-a mai putut crește cu niciun punct, continuând să scadă cu peste 2000 de puncte, până când, pe 9 octombrie 2002, a atins în sfârșit nivelul minim de 1114,11. În martie 2001, Abby Joseph Cohen, specialist principal în strategii de investiții la Goldman, Sachs & Co., anticipa că indicele Standard & Poor's 500 va încheia anul la valoarea de 1.650 și că Dow Jones Industrial Average va termina anul 2001 la valoarea de 13.000. „Nu ne așteptăm la o recesiune", spunea Cohen, „și credem că profiturile companiilor au șanse să crească într-un ritm apropiat de cel prognozat pentru sfârșitul acestui an". Economia SUA intra în recesiune chiar în momentul în care ea spunea aceste lucruri, iar S & P 500 a încheiat anul la 1148,08 puncte, în vreme ce indicele Dow a încheiat la 10.021,50 – valori cu 30%, respectiv 23% mai mici decât cele prognozate.

Scanned with OKEN Scanner

speculator, care vrea să obţină repede profit. Lui îi repugnă ideea de a aştepta un an pentru ca acţiunile lui să crească. Însă o asemenea perioadă de aşteptare nu are nicio consecinţă asupra investitorului. Ce avantaj îi oferă faptul de a nu-şi investi banii până când nu primeşte un semnal (probabil) demn de încredere că a sosit timpul să cumpere? El beneficiază de un avantaj numai dacă, aşteptând, reuşeşte să cumpere ulterior la un *preţ suficient de mic* pentru a compensa venitul nerealizat din dividende. Înseamnă că sincronizarea nu este de real folos pentru investitor decât dacă coincide cu estimarea valorii – adică dacă îi permite să cumpere din nou acţiunile la un preţ cu mult sub preţul de vânzare anterior.

Din acest punct de vedere, faimoasa teorie a lui Dow cu privire la sincronizarea achiziţiilor şi vânzărilor are o poveste mai puţin obişnuită.* Pe scurt, această tehnică foloseşte ca semnal de cumpărare un punct special de „străpungere" a liniei mediilor în partea ascendentă, iar ca semnal de vânzare un punct similar de străpungere a liniei mediilor în partea descendentă. Rezultatele calculate – nu neapărat efective – ale aplicării acestei metode au demonstrat existenţa unei serii aproape neîntrerupte de profituri din operaţiunile efectuate între 1897 şi începutul anilor 1960. Pornind de la cele prezentate, valabilitatea practică a teoriei lui Dow pare să fi fost recunoscută pe deplin; îndoiala, dacă poate fi vorba despre aşa ceva, ar viza credibilitatea acestor „date" considerate ca imagine a comportamentului efectiv adoptat pe piaţă de un adept al teoriei lui Dow.

O analiză mai atentă a cifrelor indică faptul că după 1938 – la câţiva ani după ce a început să fie luată în serios pe Wall Street – calitatea rezultatelor obţinute în urma aplicării teoriei lui Dow s-a schimbat radical. Cel mai mare succes atribuit acesteia constase în emiterea unui semnal de vânzare, la 306, cu circa o lună înainte de prăbuşirea din 1929 şi menţinerea adepţilor teoriei respective în afara pieţei până când lucrurile s-au mai îndreptat, la 84, în 1933. Din 1938 însă, teoria lui Dow i-a determinat de multe ori pe adepţi să iasă de pe piaţă la un preţ bun, dar să revină pe ea la un preţ mai mare. Timp de aproape 30 de ani din acel moment, s-ar fi putut obţine rezultate mult mai bune numai cumpărând şi păstrând acţiunile din coşul DJIA.[2]

---

* A se vedea p. 3.

Scanned with OKEN Scanner

După opinia noastră, pe care ne-am format-o în urma unei analize atente a acestei probleme, schimbarea rezultatelor aplicării teoriei lui Dow nu este întâmplătoare. Ea demonstrează existența unei caracteristici intrinseci a formulelor de prognoză și tranzacționare din domeniile afacerilor și finanțelor. Acele formule care câștigă adepți și care capătă importanță își datorează succesul faptului că au dat rezultate bune o perioadă sau, uneori, doar faptului că au fost adaptate în mod plauzibil la datele statistice din trecut. Dar, pe măsură ce sunt adoptate de tot mai mulți, credibilitatea lor tinde să scadă. Aceasta se întâmplă din două motive. În primul rând, odată cu trecerea timpului, apar condiții noi, care nu mai corespund vechilor formule. În al doilea rând, în afacerile bursiere, popularitatea unei teorii de tranzacționare influențează ea însăși comportamentul pieței, ceea ce diminuează pe termen lung posibilitățile de obținere a unui profit. (Popularitatea unui lucru precum teoria lui Dow pare a fi însăși justificarea acesteia, din moment ce piața crește sau scade datorită chiar comportamentului manifestat de adepții ei în clipa în care se emite un semnal de cumpărare sau de vânzare. O asemenea „panică" este, bineînțeles, mai mult un pericol decât un avantaj pentru cel care face tranzacții la bursă.)

Strategia „cumpără la preț mic, vinde la preț mare"

Suntem convinși că investitorul obișnuit nu poate exploata variațiile prețurilor străduindu-se să le anticipeze. Poate el beneficia de acestea *după* ce s-au produs – respectiv cumpărând acțiuni după fiecare declin important și vânzându-le după fiecare creștere importantă? Fluctuațiile pe care le-a cunoscut piața vreme de mai mulți ani înainte de 1950 se pretează în mare măsură acestei idei. De fapt, una dintre definițiile clasice ale „investitorului perspicace" spunea că acesta este „cel care cumpără pe o piață în scădere, când toți ceilalți vând, și vinde pe o piață în creștere, când toți ceilalți cumpără". Dacă studiem graficul I, care prezintă fluctuațiile indicelui compozit Standard & Poor's între anii 1990 și 1970, precum și cifrele care au stat la baza realizării acestuia din tabelul 3-1 (p. 69), putem înțelege cu ușurință de ce acest punct de vedere a părut a fi valabil până nu cu foarte mult timp în urmă.

Între 1897 și 1949 au existat zece cicluri de piață complete, care încep din clipa în care piața în scădere atinge nivelul minim, continuă

Scanned with OKEN Scanner

până când piaţa în creştere atinge nivelul maxim şi se încheie când piaţa în scădere atinge un nou nivel minim. Şase dintre acestea n-au durat mai mult de patru ani, patru au durat şase-şapte ani, iar unul – faimosul ciclu al „noii ere" din 1921-1931 – a durat unsprezece ani. Creşterea de la nivelul minim la cel maxim a variat între 44% şi 500%, în majoritatea cazurilor fiind vorba despre creşteri de circa 50% şi 100%. Scăderile ulterioare au variat între 24% şi 89%, majoritatea situându-se între 40% şi 50%. (Trebuie să reamintim că un declin de 50% anulează complet o creştere anterioară de 100%.)

Aproape toate pieţele în creştere împărtăşesc un număr de caracteristici bine definite, cum ar fi: 1) un nivel ridicat al preţurilor de-a lungul timpului; 2) rapoarte mari între preţ şi profit; 3) randamente scăzute ale dividendului în raport cu randamentele obligaţiunilor; 4) un volum mare de speculaţii în marjă; 5) multe oferte de acţiuni ordinare noi de slabă calitate. Astfel, celui care studiază evoluţia pieţei bursiere de-a lungul timpului i s-ar părea că investitorul inteligent trebuia să fi putut identifica situaţiile recurente de piaţă în scădere şi în creştere, să fi putut să cumpere în primul caz şi să vândă în al doilea caz şi să facă acest lucru, în majoritatea situaţiilor, la intervale destul de scurte de timp. Au fost elaborate diverse metode de determinare a nivelurilor de cumpărare şi vânzare ale pieţei în ansamblu, bazate fie pe factori valorici, fie pe variaţia procentuală a preţurilor, fie pe amândouă.

Trebuie să arătăm însă că, încă înainte de ascensiunea fără precedent a pieţei începută în 1949, au existat destule variaţii în ciclurile succesive ale pieţei care au complicat şi uneori au zădărnicit încercările oportune de a cumpăra la un preţ mic şi a vinde la un preţ mare. Cea mai notabilă dintre aceste abateri a fost, desigur, perioada de puternică ascensiune a pieţei de la sfârşitul anilor 1920, când toate calculele au fost drastic infirmate.* Prin urmare, chiar în 1949, nu era

---

* Dacă n-ar exista pieţe în scădere care să coboare preţurile acţiunilor, toţi cei care aşteaptă să „cumpere la preţ mic" s-ar simţi complet rămaşi de căruţă – şi, de foarte multe ori, ar ajunge să renunţe la orice formă de precauţie şi să se arunce cu capul înainte. De aceea, mesajul lui Graham cu privire la importanţa *disciplinei emoţionale* este foarte important. Din octombrie 1990 până în ianuarie 2000, indicele Dow Jones Industrial Average a crescut continuu, fără a pierde vreodată mai mult de 20% şi suferind o pierdere de 10% sau mai mult numai de trei ori. Câştigul total (fără a socoti dividendele) a fost de 395,7%. Potrivit celor de la Crandall, Pierce & Co., aceasta a fost cea

Scanned with OKEN Scanner

deloc o certitudine faptul că investitorul îşi poate baza politicile şi procedeele financiare folosite în primul rând pe principiul cumpărării la preţuri mici pe o piaţă în scădere şi al vânzării la preţuri mari pe o piaţă în creştere.

Ulterior, s-a dovedit că lucrurile stau cu totul altfel. Comportamentul pieţei din ultimii 20 de ani nu a urmat tiparul anterior, nici nu a respectat semnalele de avertizare acceptate cândva, nici nu a permis exploatarea sa cu succes prin aplicarea regulilor vechi de cumpărare la preţuri mici şi de vânzare la preţuri mari. Nu ştim dacă vechiul tipar, destul de regulat al pieţei în creştere şi în scădere va mai reveni până la urmă. Nouă ni se pare însă nerealist ca investitorul să se străduiască să-şi întemeieze politica actuală pe formula clasică – adică să aştepte ca piaţa să scadă în mod evident înainte de a cumpăra *orice* acţiune ordinară. Politica recomandată de noi a prevăzut însă modificarea *proporţiei* acţiunilor ordinare în raport cu obligaţiunile din portofoliu, dacă investitorul vrea acest lucru, în funcţie de atractivitatea preţurilor acţiunilor potrivit criteriilor valorice.*

Planurile bazate pe formule

În primii ani ai perioadei de ascensiune a pieţei bursiere care a început în 1949-1950, s-a manifestat un interes deosebit pentru diverse metode de exploatare a ciclurilor pieţei. Acestea au fost cunoscute sub denumirea de „planuri de investiţii bazate pe formule". Ideea esenţială a tuturor planurilor respective – cu excepţia strategiei simple a plasamentelor constante – este aceea că investitorul vinde *ceva* acţiuni ordinare atunci când piaţa creşte substanţial. În cazul multor asemenea planuri, dacă nivelul pieţei creştea foarte mult, se renunţa la toate

---

mai lungă perioadă de creştere neîntreruptă a pieţei din secolul trecut, după avântul din 1949-1961. Cu cât creşterea pieţei durează mai mult, cu atât investitorii vor fi afectaţi mai grav de amnezie; după vreo cinci ani, mulţi oameni nu mai cred că scăderea pieţei este chiar posibilă. Toţi cei care uită sunt condamnaţi să-şi aducă aminte; iar pe piaţa bursieră, amintirile rememorate sunt întotdeauna neplăcute.

Graham analizează această „politică recomandată" în capitolul 4 (pp. 92-94). Această politică, denumită în prezent „alocare tactică a activelor", este aplicată în general de investitori instituţionali precum fondurile de pensii şi fundaţiile universitare.

Scanned with OKEN Scanner

plasamentele în acţiuni ordinare; în cazul altora, se păstra o mică parte a acţiunilor indiferent de circumstanţe.

Această abordare este interesantă din două puncte de vedere: pare logică (şi prudentă) şi dă rezultate excelente atunci când este aplicată retrospectiv la piaţa bursieră din trecut. Din păcate, moda ei a atins apogeul chiar în momentul în care aplicarea ei era cel mai puţin indicată. Mulţi „adepţi ai planurilor bazate pe formule" au ieşit complet sau aproape complet de pe piaţă când aceasta a atins un anumit nivel la mijlocul anilor 1950. Este adevărat, ei au realizat un profit foarte bun, însă, în general, piaţa a „fugit" de ei după aceea, formulele lor dându-le puţine ocazii de a cumpăra acţiunile ordinare deţinute anterior.*

Există o asemănare între experienţa trăită de cei care au adoptat abordarea bazată pe formule de la începutul anilor 1950 şi cea trăită de investitorii care, aproape 20 de ani mai târziu, au îmbrăţişat versiunea pur mecanică a teoriei lui Dow. În ambele cazuri, momentul în care ele au devenit populare a coincis aproape cu clipa în care au încetat să mai dea rezultatele scontate. Noi înşine am trăit o experienţă decepţionantă asemănătoare cu propria noastră „metodă bazată pe valoarea centrală" de determinare a nivelurilor recomandate de cumpărare şi vânzare corespunzătoare indicelui Dow Jones Industrial Average. Morala pare a fi aceea că orice metodă de a face bani la bursă care este uşor de descris şi poate fi aplicată de foarte multe persoane este, prin chiar condiţiile reclamate, prea simplă şi prea uşoară ca să dureze.† Observaţia concludentă făcută de Spinoza se aplică în mod egal comunităţii financiare şi filozofiei: „Toate lucrurile excelente sunt la fel de grele pe cât sunt de rare."

---

* Mulţi dintre aceşti „adepţi ai planurilor bazate pe formule" şi-ar fi vândut toate acţiunile la sfârşitul lui 1954, după ce piaţa bursieră din SUA a crescut cu 52,6%, acesta fiind al doilea randament anual înregistrat vreodată până atunci. În următorii cinci ani, aceşti specialişti în prognoza pieţei ar fi stat probabil pe bară în timp ce acţiunile şi-au dublat valoarea.

† Căile uşoare de a face bani la bursă dispar treptat din două motive: înclinaţia firească a tendinţelor de a se inversa cu timpul, sau de a „regresa spre medie", şi adoptarea rapidă a schemei respective de alegere a acţiunilor de foarte multe persoane, care se tot adună şi strică distracţia celor care au adoptat-o primii. (Remarcaţi că, referindu-se la „experienţa decepţionantă" trăită de el, Graham este – ca întotdeauna – onest, recunoscându-şi propriile eşecuri.) A se vedea Jason Zweig, „Murphy Was an Investor", *Money*, iulie 2002, pp. 61-62, şi Jason Zweig, „New Year's Play", *Money*, decembrie 2000, pp. 89-90.

Scanned with OKEN Scanner

Fluctuațiile valorii de piață a portofoliului investitorului

Orice investitor care posedă acțiuni ordinare trebuie să se aștepte la o fluctuație a valorii acestora de-a lungul anilor. Evoluția indicelui DJIA de la apariția ediției anterioare a acestei cărți, în 1964, reflectă probabil destul de bine ceea ce s-a întâmplat cu portofoliul de acțiuni al unui investitor prudent care și-a limitat plasamentele în acțiuni la cele emise de companii mari, proeminente, finanțate cu moderație. Valoarea globală a crescut de la o medie de circa 890 la un nivel maxim de 995 de puncte în 1966 (și un nou nivel maxim de 985 în 1968), a scăzut la 631 în 1970 și a revenit aproape de nivelul maxim, la 940 de puncte, la începutul lui 1971. (Cum acțiunile ating un nivel maxim și un nivel minim în momente diferite, fluctuațiile coșului Dow Jones în ansamblu sunt mai mici decât cele ale titlurilor care-l compun luate separat.) Am urmărit fluctuațiile prețurilor altor tipuri de portofolii diversificate și prudente de acțiuni ordinare și am constatat că rezultatele generale nu par a fi foarte diferite de cele de mai înainte. În general, acțiunile companiilor de categoria a doua* fluctuează mai mult decât cele ale marilor companii, dar aceasta nu înseamnă neapărat că un grup de companii consacrate, dar de dimensiuni mai mici va da rezultate mai slabe pe o perioadă destul de lungă. În orice caz, investitorul poate și să se dea bătut în fața probabilității, nu doar a posibilității ca majoritatea plasamentelor sale să crească, de exemplu, cu 50% sau mai mult față de nivelul lor minim și apoi să scadă cu echivalentul unei treimi sau mai mult față de nivelul maxim în diferite perioade în următorii cinci ani.†

---

* Echivalentul actual a ceea ce Graham numește „companii de categoria a doua" ar fi oricare dintre miile de companii care nu sunt incluse în coșul indicelui Standard & Poor's 500. O listă revizuită cu regularitate a celor 500 de acțiuni care alcătuiesc acest coș se găsește la www.standardandpoors.com.

† Atenție la ceea ce spune Graham aici. Este nu doar posibil, ci este probabil ca majoritatea acțiunilor pe care le posedați să crească cu cel puțin 50% față de prețul lor cel mai mic și să piardă cel puțin 33% în raport cu prețul lor cel mai mare – indiferent ce acțiuni posedați ori dacă piața în ansamblu urcă sau coboară. Dacă nu puteți accepta acest lucru – sau credeți că portofoliul dumneavoastră face ca prin farmec excepție de la așa ceva – atunci nu sunteți încă îndreptățiți să vă numiți investitori. (Graham se referă la o scădere cu 33% ca la o scădere cu „echivalentul unei treimi" pentru că un câștig de 50% duce o acțiune de 10 $ la 15 $. De la 15 $, o pierdere de 33% [sau o scădere cu 5 $] duce acțiunea înapoi la 10 $, de unde a pornit.)

Scanned with OKEN Scanner

Un investitor serios nu este înclinat să creadă că fluctuaţiile zilnice sau chiar lunare ale pieţei bursiere îl fac mai bogat sau mai sărac. Dar schimbările mai ample şi pe termen mai lung? Acest aspect ridică probleme practice, iar cele psihologice tind să se complice. Creşterea substanţială a pieţei este în acelaşi timp un motiv întemeiat de satisfacţie şi unul de îngrijorare reţinută, ea putând da naştere însă unei puternice tentaţii de a acţiona imprudent. Bun, acţiunile dumneavoastră au crescut! Bun, sunteţi mai bogaţi ca înainte! Dar oare preţul n-a crescut *prea* mult şi ar trebui să vă gândiţi să vindeţi? Sau ar trebui să vă reproşaţi că n-aţi cumpărat mai multe acţiuni când preţul era mai mic? Ori – cea mai proastă idee dintre toate – ar trebui să vă lăsaţi cuprins de atmosfera existentă pe piaţa în creştere, să vă molipsiţi de entuziasmul, încrederea exagerată şi lăcomia marelui public (din care, în definitiv, faceţi parte) şi să faceţi investiţii mai mari şi mai riscante? Prezentat astfel, în formă tipărită, răspunsul la ultima întrebare reiese de la sine: *nu*, dar chiar şi investitorul inteligent s-ar putea să aibă nevoie de o voinţă extrem de puternică pentru a nu urma mulţimea.

Din aceste motive care ţin de firea omului, chiar mai mult decât de calculele financiare care privesc pierderea sau câştigul, preferăm o metodă mecanică de modificare a proporţiei dintre obligaţiunile şi acţiunile din portofoliul investitorului. Poate că principalul avantaj este acela că o asemenea formulă îi va da acestuia *ceva de făcut*. Când piaţa creşte, el va vinde din când în când din acţiunile pe care le posedă, investind încasările în obligaţiuni; când aceasta scade, el va aplica procedura inversă. Aceste activităţi îi vor oferi posibilitatea de a-şi consuma energiile altfel reprimate. Dacă este investitor în adevăratul sens al cuvântului, va fi şi mai satisfăcut la gândul că operaţiunile sale sunt exact contrare celor pe care le face mulţimea.*

Valoarea afacerilor şi valoarea de piaţă

Impactul produs de fluctuaţiile pieţei asupra situaţiei reale a investitorului poate fi analizat şi din punctul de vedere al acţionarului ca posesor al unei părţi din diverse afaceri. Deţinătorul unor acţiuni vandabile are de fapt un statut dublu, care-i conferă privilegiul de a

* Pentru investitorul de astăzi, strategia ideală de aplicare a acestei „formule" o reprezintă reechilibrarea, despre care am discutat la pp. 109-111.

Scanned with OKEN Scanner

profita, la alegere, fie de unul, fie de celălalt. Pe de o parte, situaţia sa este echivalentă celei a unui acţionar minoritar sau a unui comanditar dintr-o afacere privată. În acest caz, rezultatele sale depind în totalitate de profiturile întreprinderii sau de modificarea valorii implicite a activelor acesteia. El ar determina de regulă valoarea participaţiei la o asemenea afacere privată calculând partea sa din capitalul propriu care apare în ultimul bilanţ. Pe de altă parte, investitorul în acţiuni ordinare posedă o foaie de hârtie, un certificat de acţionar, care poate fi vândut în câteva minute la un preţ ce variază dintr-o clipă în alta – când piaţa este deschisă, mai precis – şi adeseori mult diferit de valoarea din bilanţ.*

Dezvoltarea pieţei bursiere din ultimele decenii a făcut ca investitorul tipic să depindă şi mai mult de evoluţia cotaţiilor, el nemaiputându-se considera la fel de mult ca înainte doar un proprietar al unei afaceri. Motivul este acela că acţiunile întreprinderilor de succes în care el tinde să-şi concentreze plasamentele se vând aproape constant la preţuri cu mult superioare valorii activelor nete (valorii contabile sau „valorii bilanţiere"). Plătind aceste preţuri cu mult mai mari, investitorul îşi asumă nişte riscuri foarte mari, căci validarea investiţiilor sale depinde chiar de piaţa bursieră.†

Acesta este un factor de primă importanţă în activitatea investiţională din zilele noastre, care nu a beneficiat însă de atenţia meritată. Întreaga structură a cotaţiilor bursiere conţine în sine o contradicţie. Cu cât rezultatele şi perspectivele unei companii sunt mai favorabile, cu atât există o relaţie mai slabă între preţul acţiunilor sale şi valoarea contabilă a acestora. Dar, cu cât diferenţa dintre preţul pieţei şi valoarea contabilă este mai mare, cu atât este mai incertă baza în funcţie de

---

* Majoritatea companiilor de astăzi eliberează un „certificat de acţionar" numai la cerere. Acţiunile există, de cele mai multe ori, într-o formă pur electronică (aşa cum contul dumneavoastră bancar conţine credite şi debite în formă computerizată, nu în monedă efectivă) şi, astfel, au devenit şi mai uşor de tranzacţionat decât erau în zilele lui Graham.

† Valoarea activelor nete, valoarea contabilă, valoarea bilanţieră şi valoarea activelor tangibile sunt sinonime ale valorii nete sau valorii totale a activelor materiale şi financiare ale unei companii minus totalitatea pasivelor. Ea se poate calcula cu ajutorul datelor din bilanţurile care se găsesc în situaţia anuală şi în cea trimestrială a companiei; din capitalul propriu se scad toate activele „nepalpabile" precum fondul de comerţ, mărcile de comerţ şi alte active intangibile. Suma obţinută se împarte la numărul total al acţiunilor în circulaţie, rezultând astfel valoarea contabilă pe acţiune.

Scanned with OKEN Scanner

care se determină valoarea ei intrinsecă – altfel spus, cu atât această „valoare" va depinde mai mult de atmosfera şi indicatorii schimbători ai pieţei bursiere. Astfel, ajungem la un ultim paradox, potrivit căruia, cu cât compania are un succes mai mare, cu atât sunt şanse mai mari ca preţul acţiunilor ei să fluctueze. Aceasta înseamnă de fapt că, într-un sens cât se poate de real, cu cât o acţiune ordinară este de mai bună calitate, cu atât ea tinde să aibă un caracter *speculativ* mai pronunţat – cel puţin comparativ cu acţiunile de calitate medie, care nu impresionează prin nimic.* (Ceea ce am spus noi se aplică unei comparaţii a principalelor companii aflate în ascensiune cu marea masă a firmelor consacrate; excludem din sfera analizei noastre acele acţiuni care au un puternic caracter speculativ din cauză că afacerile în sine sunt speculative.)

Argumentul formulat mai înainte ar trebui să explice comportamentul adeseori imprevizibil al preţurilor celor mai performante şi mai impresionante întreprinderi ale noastre. Exemplul nostru preferat este cel mai notabil dintre toate – International Business Machines. Preţul acţiunilor acestei companii a scăzut de la 607 la 300 într-un interval de şapte luni în perioada 1962-1963; după două scindări, preţul lor a scăzut în 1970 de la 387 la 219. În mod asemănător, Xerox – al cărei profit a sporit şi mai mult în ultimele decenii – a scăzut de la 171 la 87 în 1962-1963 şi de la 116 la 65 în 1970. Aceste pierderi şocante nu au lăsat să se înţeleagă faptul că ar exista vreo îndoială în privinţa creşterii pe termen lung a IBM sau Xerox; ele au reflectat în schimb neîncrederea în valoarea superioară atribuită acestor perspective excelente chiar de piaţa bursieră.

---

* Cuvântul „paradox" folosit de Graham este probabil o aluzie la un articol clasic al lui David Durand, „Growth Stocks and the Petersburg Paradox", *The Journal of Finance*, vol. XII, nr. 3, septembrie 1957, pp. 348-363, în care plasamentele în acţiuni în creştere cu preţuri mari sunt comparate cu pariul pus pe rezultatul unei serii de aruncări cu banul în care recompensa creşte cu fiecare aruncare. Durand arată că, dacă o acţiune în creştere ar putea continua să crească într-un ritm înalt o perioadă nedefinită, un investitor ar trebui (teoretic) să fie dispus să plătească un preţ oricât de mare pentru aceasta. Atunci, de ce nicio acţiune nu s-a vândut niciodată la un preţ mereu mai mare? Deoarece, cu cât ritmul de creştere prezumat pentru viitor şi durata creşterii sunt mai mari, cu atât sunt mai mari marja de eroare şi costul pe care-l implică chiar şi o minusculă greşeală de calcul. Graham analizează cu mai multă atenţie această problemă în anexa 4 (p. 591).

Scanned with OKEN Scanner

Analiza de mai înainte ne duce la o concluzie care prezintă o importanță practică pentru cel ce investește cu prudență în acțiuni ordinare. Dacă trebuie să acorde o atenție deosebită selecției titlurilor care formează propriul portofoliu, ar fi cel mai bine, poate, ca el să se concentreze asupra titlurilor care se vând la un preț cât de cât aproximativ egal cu valoarea activelor tangibile – adică la cel mult o treime peste acea valoare. Achizițiile făcute la asemenea prețuri sau mai mici pot fi considerate, în mod logic, ca raportate la valoarea din bilanțul companiei și ca având o justificare sau o susținere independentă de prețurile fluctuante ale pieței. Diferența existentă între prețul pieței și valoarea contabilă poate fi considerată un fel de taxă suplimentară pentru beneficiul cotării la bursa de valori și pentru vandabilitatea pe care o conferă aceasta.

Aici trebuie să atragem atenția asupra unui lucru. O acțiune nu devine o investiție viabilă doar pentru că poate fi cumpărată la un preț apropiat de valoarea activelor companiei. Investitorul ar trebui să vadă, în plus, dacă există un raport satisfăcător între profit și preț, dacă situația financiară este suficient de solidă și dacă există perspective ca profitul să se mențină cel puțin de-a lungul anilor. Aceste pretenții pot fi considerate cam mari pentru o acțiune cu un preț modest, dar ele nu sunt greu de satisfăcut decât dacă piața atinge un nivel periculos de ridicat. Odată dispus să renunțe la perspectivele promițătoare – adică la o creștere prognozată peste medie – investitorului nu-i va fi deloc greu să găsească o mulțime de titluri care îndeplinesc aceste criterii.

În capitolele dedicate selecției acțiunilor ordinare (capitolele 14 și 15), vom prezenta date care arată că peste jumătate dintre acțiunile care compun coșul DJIA îndeplineau, la finele anului 1970, criteriul valorii activelor formulat de noi. De fapt, în momentul în care scriem aceste rânduri, acțiunile cele mai căutate – American Tel. & Tel. – se vând sub valoarea activelor tangibile. Majoritatea acțiunilor companiilor din domeniul producerii și distribuției curentului electric, pe lângă alte avantaje pe care le oferă, se vând în prezent (la începutul lui 1972) la prețuri destul de apropiate de valoarea activelor lor.

Investitorul cu un portofoliu de acțiuni care au o asemenea valoare contabilă poate adopta o atitudine mult mai independentă și mai detașată cu privire la fluctuațiile pieței bursiere decât cei care au plătit un preț de multe ori mai mare ca profitul și valoarea activelor tangibile. Atâta vreme cât capacitatea de a genera profit a plasamentelor

Scanned with OKEN Scanner

sale rămâne satisfăcătoare, el poate să nu acorde multă atenţie capriciilor pieţei. Mai mult, din când în când, poate să folosească aceste capricii pentru a aplica strategia eficientă a cumpărării la preţuri mici şi vânzării la preţuri mari.

Cazul A. & P.

În acest moment, vă vom prezenta unul dintre primele cazuri analizate de noi, care datează din urmă cu mulţi ani, dar care pentru noi prezintă un anumit interes deoarece combină foarte multe aspecte ale practicii corporatiste şi investiţionale. Este vorba despre cazul companiei Great Atlantic & Pacific Tea Co. Iată povestea acesteia:

Acţiunile A. & P. au început să fie cotate pe piaţa „Curb", actuala Bursă Americană de Valori, în 1929, vânzându-se şi cu 494. În 1932, ele au coborât la 104, deşi profitul companiei a fost aproape la fel de mare în acel an catastrofal pentru toată lumea ca şi înainte. În 1936, preţul a variat între 111 şi 131. Apoi, în 1938, când s-a intrat în recesiune, iar piaţa a fost în scădere, acţiunile au atins un nou minim, de 36.

Preţul respectiv era unul extraordinar. Însemna că acţiunile privilegiate şi ordinare se vindeau împreună pentru suma de 126 de milioane $, deşi compania tocmai raportase că deţinea 85 de milioane $ numai în disponibilităţi şi un fond de rulment (sau active curente nete) de 134 de milioane $. A. & P. era cea mai mare întreprindere de comerţ cu amănuntul din America, dacă nu din lume, obţinând mulţi ani la rând un profit impresionant. Totuşi, în 1938, pe Wall Street se considera că această afacere extraordinară valorează mai puţin decât activele sale curente – adică mai puţin decât ar fi valorat ca afacere solvabilă dacă şi-ar fi lichidat activele. De ce? În primul rând, pentru că magazinele de reţea erau ameninţate că vor plăti nişte impozite speciale; în al doilea rând, pentru că profiturile nete scăzuseră în anul anterior; iar în al treilea rând, pentru că piaţa în general era în declin. Prima cauză era o temere exagerată şi, până la urmă, neîntemeiată; celelalte două erau influenţe tipice cu caracter temporar.

Să presupunem că un investitor a cumpărat în 1937 acţiuni ordinare la A. & P. la un preţ de, să zicem, de 12 ori mai mare ca profitul mediu din ultimii cinci ani, respectiv la circa 80. Nu vrem să spunem că declinul ulterior la 36 n-a avut pentru el nicio importanţă. Ar fi fost recomandat să analizeze situaţia cu oarecare atenţie, să vadă dacă nu

Scanned with OKEN Scanner

cumva a făcut vreun calcul greşit. Dacă însă rezultatele analizei sale erau liniştitoare – cum ar fi trebuit să fie – el era îndreptăţit să considere declinul pieţei un capriciu temporar al finanţiştilor, doar dacă nu cumva avea fondurile şi curajul necesar pentru a profita de situaţie cumpărând mai multe acţiuni la preţul de ocazie oferit.

Urmare şi reflecţii

În anul următor, 1939, acţiunile A. & P. au crescut la 117½, adică la de trei ori preţul minim din 1938 şi cu mult peste media din 1937. Un asemenea reviriment în evoluţia acţiunilor ordinare nu este nicidecum neobişnuit, dar, în cazul A. & P., a fost mai şocant ca de obicei. După 1949, acţiunile reţelei de magazine alimentare au crescut în acelaşi ritm cu piaţa în ansamblu până când, în 1961, acţiunile scindate (în raportul de 10 la 1) au atins un maxim de 70½, echivalent cu nivelul de 705 al acţiunilor din 1938.

Acest preţ, de 70½, era remarcabil pentru faptul că era de 30 de ori mai mare ca profitul din 1961. Un asemenea raport preţ-profit – care se compară cu raportul de 23 existent în cazul coşului DJIA – trebuie să fi dat naştere unor speranţe de creştere substanţială a profitului. Acest optimism nu avea justificare în datele cu privire la profitul înregistrat de companie în anii precedenţi, dovedindu-se a fi complet eronat. În loc să crească rapid, în perioada următoare profitul a avut o tendinţă generală de scădere. În anul de după atingerea nivelului maxim de 70½, preţul a coborât cu mai mult de jumătate, la 34. De această dată însă, acţiunile n-au mai fost acele titluri de ocazie care, în 1938, au avut un curs scăzut. După mai multe fluctuaţii, preţul a atins un nou nivel minim, de 21½, în 1970 şi de 18, în 1972 – înregistrându-se primul *deficit* trimestrial din istoria companiei.

Din acest exemplu putem vedea prin ce situaţii grele poate trece o mare întreprindere americană în ceva mai mult de o generaţie şi, de asemenea, cât de eronat şi cu ce excese de optimism şi pesimism i-a evaluat publicul acţiunile. În 1938, firma era realmente dată pe gratis, nevoind s-o preia nimeni; în 1961, publicul cerea acţiuni la un preţ exagerat de mare. După aceasta a urmat o scădere rapidă la jumătate a valorii de piaţă, iar câţiva ani mai târziu, un alt declin substanţial. Între timp, compania avea să devină dintr-o performeră remarcabilă una mediocră; profitul din anul de expansiune 1968 avea să fie mai mic decât cel din 1958; firma a plătit de mai multe ori la rând dividende neobişnuit de mici, nedublate

Scanned with OKEN Scanner

de creşterea excedentului ş.a.m.d. A. & P. era în 1961 şi 1972 o companie mai mare decât în 1938, dar nu era nici la fel de bine administrată, nici la fel de rentabilă şi nici la fel de atractivă.*

Se desprind două concluzii principale din această poveste. Prima este că, de multe ori, piaţa bursieră o ia razna rău de tot, iar un investitor vigilent şi curajos poate profita de erorile evidente ale acesteia. A doua este că majoritatea firmelor îşi schimbă caracterul şi calitatea de-a lungul anilor, uneori în bine, dar, poate, de cele mai multe ori în rău. Investitorul nu trebuie să urmărească rezultatele companiilor sale asemenea unui vultur, dar trebuie să arunce din când în când o privire atentă asupra acestora.

Să ne întoarcem la comparaţia dintre posesorul unor acţiuni vandabile şi cel care deţine o participaţie la o firmă privată. Am spus că primul are *posibilitatea* de a se considera doar proprietarul unei părţi din diversele afaceri în care a investit sau deţinătorul unor acţiuni pe care le poate vinde oricând vrea la preţul pieţei.

Trebuie observat însă următorul fapt important: adevăratul investitor este rareori *obligat să-şi vândă* acţiunile, iar în restul situaţiilor este liber să ignore cotaţia curentă. El trebuie să-i acorde atenţie şi să ia decizii în baza ei doar în măsura în care aceasta se potriveşte registrului său şi atât.† Astfel, investitorul care-şi permite să se panicheze sau să-şi facă prea multe griji din cauza declinului nejustificat al preţului de piaţă al acţiunilor pe care le deţine face din principalul său avantaj un dezavantaj esenţial. Acesta ar fi mai câştigat dacă acţiunile lui n-ar mai fi cotate deloc, căci atunci el ar fi scutit de supliciul psihic pe care i-l provoacă aprecierile greşite ale *altor persoane*.**

---

* Istoria mai recentă a firmei nu este diferită. La sfârşitul anului 1999, preţul unei acţiuni a acesteia era de 27,875 $, la finele anului 2000 era de 7,00 $, un an după aceea era de 23,78 $, iar la sfârşitul lui 2002 era de 8,06 $. Deşi au ieşit la iveală unele nereguli contabile la A & P, este cu totul ilogic să credem că valoarea unei afaceri relativ stabile precum vânzarea de mărfuri alimentare ar putea scădea cu trei sferturi într-un an, pentru a se tripla în anul următor şi apoi a scădea cu două treimi în celălalt an.

† „Doar în măsura în care aceasta se potriveşte registrului său" înseamnă „doar în măsura în care preţul este destul de bun pentru ca vânzarea acţiunilor să se justifice". În jargonul tradiţional al brokerilor, „registrul" este condica de evidenţă a plasamentelor şi operaţiunilor efectuate de un investitor.

** Este posibil ca acesta să fie cel mai important paragraf din toată cartea lui Graham. În aceste 114 cuvinte, Graham rezumă experienţa sa de-o viaţă. Ar trebui să le citiţi de cât mai multe ori; ele sunt călcâiul lui Ahile al pieţelor în

Scanned with OKEN Scanner

Întâmplător, o situație foarte răspândită de acest fel a existat realmente în zilele întunecate ale crizei din 1931-1933. Pe atunci era un avantaj psihologic să deții participații la firme care nu erau cotate la bursă. De exemplu, persoanele care dețineau ipoteci prioritare pe proprietățile imobiliare care au continuat să plătească dobândă puteau să considere că investițiile lor își păstraseră valoarea, neexistând cotații de piață care să indice contrariul. Pe de altă parte, multe obligațiuni corporatiste cotate la bursă de calitate chiar mai bună și având un potențial implicit mai mare au suferit scăderi drastice ale cotațiilor de piață. În realitate, proprietarii au ieșit mai câștigați cu titlurile cotate, în ciuda prețurilor mici ale acestora. Căci, dacă ar fi vrut ori dacă ar fi fost obligați, ei le-ar fi putut vinde cel puțin – poate chiar pentru a le schimba în condiții și mai avantajoase cu alte titluri. Sau, la fel de logic, ar fi putut să ignore comportamentul pieței, considerându-l temporar și lipsit în esență de vreo semnificație. Dar a-ți spune că n-ai fost afectat de vreo reducere a valorii *doar pentru că* titlurile tale nu sunt cotate pe nicio piață înseamnă a-ți face singur iluzii deșarte.

Întorcându-ne la acționarul nostru de la A. & P. din 1938, noi credem că, atâta vreme cât acesta și-a păstrat acțiunile, n-a suferit nicio pierdere din scăderea prețului lor, în afară de cea care, conform evaluării pe care se poate s-o fi făcut, a fost ocazionată de scăderea valorii lor fundamentale sau intrinseci. Dacă nu s-a produs o asemenea scădere, el era îndreptățit să se aștepte ca, la timpul cuvenit, cotația pieței să revină la nivelul din 1937 sau la un nivel mai bun – cum s-a întâmplat de fapt în anul următor. Din acest punct de vedere, situația lui a fost cel puțin la fel de bună ca și aceea în care s-ar fi aflat dacă ar fi deținut o participație la o afacere privată ale cărei acțiuni nu erau cotate la bursă. Căci, și în acest caz, el ar fi putut să fie sau să nu fie îndreptățit să reducă din punct de vedere psihologic costul plasamentelor sale datorat impactului recesiunii din 1938 – în funcție de ceea ce s-ar fi întâmplat cu firma lui.

Criticii metodei plasamentelor în acțiuni bazate pe valoarea acestora susțin că acțiunile ordinare cotate nu pot fi considerate sau evaluate propriu-zis în același fel ca o participație la o întreprindere

---

scădere. Dacă le reții și vă ghidați după ele în activitatea dumneavoastră de investitor, veți supraviețui indiferent de ce probleme vă pune piața.

Scanned with OKEN Scanner

privată asemănătoare, pentru că existenţa unei pieţe organizate a titlurilor de valoare „introduce în posesia acţiunilor noul şi extrem de importantul atribut al lichidităţii". Consecinţa reală a acestei lichidităţi constă însă, în primul rând, în faptul că investitorul beneficiază de evaluarea zilnică şi schimbătoare pe care piaţa bursieră o face plasamentelor sale, *oricât de puţin importantă ar putea fi acea evaluare*, iar în al doilea rând, în faptul că investitorul poate să-şi mărească sau să-şi diminueze investiţia la cursul zilnic al pieţei – *dacă vrea*. Astfel, existenţa unei pieţe a acţiunilor cotate îi oferă investitorului *anumite posibilităţi* pe care nu le are dacă acţiunile sale nu sunt cotate. Ea nu impune însă cotaţia curentă unui investitor care preferă să-şi facă o idee despre valoarea acţiunilor apelând la alte surse.

Permiteţi-ne să încheiem această secţiune cu un fel de parabolă. Închipuiţi-vă că deţineţi la o afacere privată o mică participaţie care vă costă 1.000 $. Unul dintre partenerii dumneavoastră, pe nume Domnul Piaţă, este chiar foarte binevoitor. În fiecare zi, el vă spune cât crede că valorează participaţia dumneavoastră şi, mai mult, se oferă, pe această bază, fie să vă cumpere toată participaţia, fie să vă mai vândă nişte părţi. Uneori, valoarea pe care o stabileşte el pare plauzibilă şi justificată de evoluţia şi perspectivele afacerii, aşa cum le cunoaşteţi dumneavoastră. Adeseori însă, Domnul Piaţă este copleşit de entuziasm sau de temeri, iar valoarea pe care vi-o propune vi se pare puţin cam ridicolă.

Dacă sunteţi un investitor prudent sau un om de afaceri ponderat, veţi permite ca mesajele zilnice ale Domnului Piaţă să vă determine părerea cu privire la valoarea participaţiei dumneavoastră de 1.000 $ la acea întreprindere? Numai dacă sunteţi de acord cu el sau dacă vreţi să faceţi tranzacţii cu el. S-ar putea să fiţi mulţumit să-i vindeţi totul atunci când el vă oferă un preţ absurd de mare şi să fiţi la fel de mulţumit să cumpăraţi de la el când preţul pe care vi-l oferă este mic. În restul timpului, este mai înţelept să vă formaţi singur ideile despre valoarea plasamentelor dumneavoastră, bazându-vă pe toate rapoartele companiei cu privire la activităţile şi situaţia ei financiară.

Adevăratul investitor se află chiar în situaţia respectivă atunci când deţine acţiuni ordinare cotate la bursă. El poate profita de preţul zilnic al pieţei sau îl poate ignora, după cum îi dictează judecata şi înclinaţia proprie. El trebuie să ia cunoştinţă despre mişcările importante ale preţurilor, căci altfel nu va avea ce să aprecieze. Este posibil ca

Scanned with OKEN Scanner

acestea să-i transmită un semnal de avertizare de care ar face bine să țină seama – aceasta înseamnă pur și simplu că el trebuie să-și vândă acțiunile *pentru că* prețul a coborât, anticipând înrăutățirea situației. După opinia noastră, asemenea semnale sunt înșelătoare în aceeași proporție în care sunt de folos. În esență, fluctuațiile prețurilor au o singură semnificație importantă pentru adevăratul investitor. Ele îi dau ocazia să cumpere atunci când prețurile scad dramatic și să vândă când acestea cresc foarte mult. În celelalte momente, el ar face mai bine să uite de piață și să acorde atenție randamentului dividendelor și rezultatelor din exploatare ale companiilor sale.

Rezumat

Deosebirea cea mai realistă dintre investitor și speculator rezidă în atitudinea lor față de mișcările pieței bursiere. Speculatorul este interesat în primul rând să anticipeze și să profite de fluctuațiile pieței. Investitorul este interesat în primul rând să dobândească și să păstreze titluri acceptabile la prețuri acceptabile. Mișcările pieței sunt importante pentru el din punct de vedere practic, pentru că acestea dau naștere alternativ unor niveluri coborâte ale prețurilor, la care ar fi bine ca el să cumpere, și unor niveluri înalte ale prețurilor, la care el trebuie cu certitudine să se abțină să cumpere și probabil că ar fi mai bine să vândă.

Nu spunem că investitorul tipic ar trebui neapărat să se abțină de la a cumpăra până când nivelul pieței coboară din nou, pentru că aceasta ar putea însemna să aștepte multă vreme, să nu realizeze foarte probabil niciun venit și să rateze eventual niște ocazii de a investi. Pe ansamblu, ar fi mai bine ca investitorul să cumpere ori de câte ori are bani pe care poate să-i plaseze în acțiuni, *exceptând* momentele în care nivelul general al pieței este mult mai mare decât se justifică prin prisma standardelor de valoare consacrate. Dacă vrea să fie dibaci, poate căuta titluri care se vând la prețuri de ocazie și care există întotdeauna.

Lăsând la o parte prognoza evoluției pieței în ansamblu, comunitatea financiară se străduiește foarte mult să aleagă acțiuni sau grupuri de acțiuni industriale care, din punctul de vedere al prețului, să „dea rezultate mai bune" decât celelalte într-o perioadă destul de scurtă. Deși această strădanie poate părea logică, noi nu credem că este

Scanned with OKEN Scanner

potrivită nevoilor sau temperamentului adevăratului investitor – mai ales pentru că el ar concura cu un mare număr de traderi şi analişti financiari de înaltă clasă care încearcă să facă acelaşi lucru. Ca în toate celelalte activităţi care pun accentul mai întâi pe evoluţia preţurilor şi apoi pe valorile intrinseci, efortul depus de multe minţi inteligente implicate în mod constant în acest domeniu tinde să se neutralizeze şi să devină contraproductiv de-a lungul anilor.

Investitorul care deţine un portofoliu de acţiuni viabile ar trebui să se aştepte ca preţul acestora să fluctueze şi n-ar trebui să fie nici preocupat de scăderile considerabile, nici entuziasmat de creşterile considerabile. El ar trebui să ţină minte mereu că rolul cotaţiilor pieţei este acela de a-l ajuta, ele existând fie pentru a profita de ele, fie pentru a fi ignorate. El n-ar trebui să cumpere niciodată o acţiune *pentru că* aceasta a crescut sau să vândă una *pentru că* a scăzut. N-ar greşi foarte mult dacă ar interpreta această deviză mai simplu astfel: „Niciodată să nu cumperi o acţiune imediat după o creştere substanţială sau să vinzi una imediat după o scădere substanţială."

O consideraţie suplimentară

Ar trebui să spunem ceva despre semnificaţia preţurilor medii ale pieţei ca măsură a competenţei manageriale. Acţionarul apreciază dacă investiţia lui a fost una reuşită atât din punctul de vedere al dividendelor încasate, cât şi din punctul de vedere al tendinţei pe termen lung a valorii medii de piaţă. Aceleaşi criterii ar trebui să folosească în mod logic şi la testarea eficacităţii administraţiei unei companii şi a viabilităţii atitudinii acesteia faţă de proprietari.

Deşi această afirmaţie poate părea un truism, trebuie insistat asupra ei. Căci, deocamdată, nu există o tehnică sau o modalitate acceptată de a aduce administraţia la judecata pieţei. Dimpotrivă, administraţiile firmelor au subliniat întotdeauna că ele nu au nicio responsabilitate *de niciun fel* pentru ceea ce se întâmplă cu valoarea de piaţă a acţiunilor lor. Este adevărat, desigur, că ele nu sunt răspunzătoare pentru acele *fluctuaţii* ale preţului care, aşa cum am subliniat, nu au nicio legătură cu valorile şi condiţiile fundamentale. Numai lipsa de vigilenţă şi inteligenţă a majorităţii acţionarilor face însă ca această imunitate să se extindă asupra tuturor cotaţiilor pieţei, inclusiv asupra stabilirii permanente a unui nivel scăzut şi nesatisfăcător al preţului. Adminis-

Scanned with OKEN Scanner

traţiile performante produc un preţ mediu al pieţei acceptabil, iar administraţiile neperformante produc preţuri de piaţă inacceptabile.*

Fluctuaţiile preţurilor obligaţiunilor

Investitorul ar trebui să fie conştient că, chiar dacă siguranţa capitalului investit şi a dobânzii este indubitabilă, preţul de piaţă al unei obligaţiuni pe termen lung ar putea varia foarte mult ca reacţie la modificările suferite de ratele dobânzilor. În tabelul 8-1 prezentăm câteva date pentru diverşi ani începând din 1902 referitoare la randamentele emisiunilor corporatiste de foarte bună calitate, neimpozabile. Am adăugat cu scop ilustrativ fluctuaţiile preţurilor a două emisiuni de titluri reprezentative aparţinând unor societăţi de cale ferată dintr-o perioadă asemănătoare. (Acestea sunt obligaţiunile ipotecare generale cu dobândă de 4% şi scadenţa în 1995, emise de Atchinson, Topeka & Santa Fe, generaţii la rând, una dintre cele mai performante emisiuni de obligaţiuni nerăscumpărabile anticipat de la noi din ţară, şi obligaţiunile cu dobândă de 3% şi scadenţa în 2047 – care iniţial fusese de 150 de ani! – emise de Northern Pacific Railway, multă vreme o emisiune tipică de obligaţiuni cotate Baa.)

Datorită existenţei unei relaţii inverse, randamentele mici corespund unor preţuri mari şi viceversa. Declinul obligaţiunilor de 3% ale companiei Northern Pacific din 1940 a reflectat în primul rând existenţa unor îndoieli cu privire la siguranţa lor. Este extraordinar faptul că, în următorii ani, preţul a atins un nivel maxim absolut, după care a pierdut două treimi mai ales din cauza creşterii ratei generale a dobânzii. Au existat, de asemenea, în ultimii patruzeci de ani, variaţii surprinzătoare chiar ale preţului obligaţiunilor de cea mai bună calitate.

Să remarcăm faptul că preţurile obligaţiunilor nu fluctuează în aceeaşi proporţie (inversă) cu randamentele determinate, pentru că valoarea lor fixă la scadenţă, de 100%, exercită o influenţă moderată. Totuşi, în cazul scadenţelor foarte mari, ca acelea ale obligaţiunilor Northern Pacific, preţurile şi randamentele se modifică aproximativ în acelaşi ritm.

---

* Graham are mult mai multe lucruri de spus despre ceea ce se cheamă „guvernare corporatistă". A se vedea comentariul la capitolul 19.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 8-1. Fluctuații ale randamentului obligațiunilor și ale prețurilor a două emisiuni reprezentative de obligațiuni (1902-1970)

Randamentele obligațiunilor			*Prețurile obligațiunilor*		
	Indicele compozit S & P al obligațiunilor cotate AAA	Indicele S & P al obligațiunilor municipale		A. T. & S. F. 4%, 1995	Nor. Pac. 3%, 2047
Minim 1902	4,31%	3,11%	Maxim 1905	105½	79
Maxim 1920	6,40%	5,28%	Minim 1920	69	49½
Minim 1928	4,53%	3,90%	Maxim 1930	105	73
Maxim 1932	5,52%	5,27%	Minim 1932	75	46¾
Minim 1946	2,44%	1,45%	Maxim 1936	117¼	85¼
Maxim 1970	8,44%	7,06%	Minim 1939-40	99½	31½
Final 1971	7,14%	5,35%	Maxim 1946	141	94¾
			Minim 1970	51	32¾
			Final 1971	64	37¼

Din 1964 s-au produs oscilaţii record *în ambele direcţii* pe piaţa obligaţiunilor de foarte bună calitate. Luând ca exemplu „obligaţiunile municipale de cea mai bună calitate" (neimpozabile), randamentul acestora a crescut de peste două ori, de la 3,2% în ianuarie 1965 la 7% în iunie 1970. Indicele preţurilor acestora a scăzut, în mod corespunzător, de la 110,8 la 67,5. La mijlocul anilor 1970, randamentele obligaţiunilor pe termen lung de foarte bună calitate au fost mai mari decât au fost *în orice moment în cei aproape 200 de ani de istorie economică a acestei ţări.** Acum douăzeci şi cinci de ani, exact înainte de începutul perioadei prelungite de creştere a pieţei în care ne aflăm acum, randamentele obligaţiunilor aveau *cea mai scăzută* valoare din istorie; obligaţiunile municipale pe termen lung dădeau un randament de numai 1%, iar cele industriale dădeau 2,40% în comparaţie cu 4½-5% cât se considera înainte că este „normal" să dea. Aceia dintre noi care au o experienţă îndelungată pe Wall Street au văzut legea newtoniană a „acţiunii şi reacţiunii, a forţei egale şi de sens contrar" aplicându-se în repetate rânduri pe piaţa bursieră – exemplul cel mai notabil constituindu-l creşterea DJIA de la 64 în 1924 la 381 în 1929, urmată de o prăbuşire-record la 41 în 1932. De această dată însă, cele mai mari oscilaţii s-au produs în gama de obicei aşezată şi puţin fluctuantă a preţurilor şi randamentelor obligaţiunilor de foarte bună calitate. Concluzia: nimic important din ceea ce se petrece pe Wall Street nu poţi fi sigur că se va petrece exact în acelaşi mod ca în trecut. Aceasta este prima jumătate a dictonului nostru preferat: „*Cu cât lucrurile se schimbă mai mult*, cu atât rămân mai neschimbate."

Dacă este practic imposibil să faci previziuni folositoare despre oscilaţiile preţului acţiunilor, este cu totul imposibil să faci acest lucru pentru obligaţiuni.† Demult, cel puţin, puteai adeseori să găseşti un

---

* În conformitate cu ceea ce Graham numea „regula contrariilor", în 2002, randamentele obligaţiunilor emise de Trezoreria SUA pe termen lung au atins cele mai mici niveluri din 1963. Cum randamentele obligaţiunilor evoluează invers în raport cu preţurile, scăderea randamentelor a echivalat cu creşterea preţurilor – determinându-i pe investitori să vrea foarte mult să cumpere exact în momentul în care obligaţiunile erau foarte scumpe, iar randamentele acestora avea să fie aproape sigur mici. Aceasta este încă o dovadă a valabilităţii concluziei lui Graham potrivit căreia investitorul inteligent nu trebuie să ia decizii pe baza fluctuaţiilor pieţei.

† O analiză actualizată, destinată cititorilor de astăzi, a randamentelor din ultima perioadă şi a varietăţii mai mari de obligaţiuni şi fonduri de obligaţiuni disponibile în prezent se găseşte în comentariul la capitolul 4.

Scanned with OKEN Scanner

indiciu util cu privire la sfârşitul apropiat al unei perioade de creştere sau de scădere a pieţei studiind evoluţia anterioară a obligaţiunilor, dar modificarea apropiată a ratelor dobânzilor şi a preţului obligaţiunilor nu era anunţată de niciun asemenea indiciu. De aceea, investitorul trebuie să aleagă între plasamentele în obligaţiuni pe termen lung şi plasamentele în obligaţiuni pe termen scurt bazându-se în primul rând pe preferinţele personale. Dacă vrea să fie sigur că valoarea de piaţă a titlurilor nu va scădea, cel mai bine este să cumpere probabil obligaţiuni americane de tezaur pentru economii, seria E sau H, despre care am vorbit mai înainte, la pp. 96-97. Oricare dintre aceste obligaţiuni dă un randament de 5% (după primul an), cele din seria E timp de până la $5^5/_6$ ani, iar cele din seria H timp de până la zece ani, cu o valoare de revânzare garantată cel puţin egală cu preţul de cost.

Dacă investitorul vrea să beneficieze de randamentul de 7,5% pe care-l dau în prezent obligaţiunile corporatiste pe termen lung de bună calitate sau de randamentul de 5,3% al obligaţiunilor municipale neimpozabile, trebuie să fie pregătit să asiste la fluctuaţia preţului lor. Băncile şi societăţile de asigurări au privilegiul de a evalua obligaţiunile foarte bine cotate de acest gen prin metoda matematică a „costului amortizat", care nu ţine seama de preţurile pieţei; n-ar fi rău ca investitorul individual să facă şi el ceva asemănător.

Fluctuaţiile preţului obligaţiunilor *convertibile* şi al acţiunilor privilegiate sunt rezultatul acţiunii a trei factori diferiţi: 1) variaţiile preţului acţiunilor ordinare conexe, 2) variaţiile capacităţii de plată a companiei, 3) variaţiile ratelor generale ale dobânzilor. Foarte multe titluri convertibile au fost puse în circulaţie de companii care nu au un rating dintre cele mai mari.[3] Unele au fost afectate serios de criza financiară din 1970. Drept urmare, titlurile convertibile în ansamblu au fost supuse în ultimii ani unei triple influenţe perturbatoare, iar variaţiile preţurilor au fost neobişnuit de ample. Aşadar, de obicei, investitorul s-ar înşela dacă ar aştepta să găsească la titlurile convertibile acea combinaţie ideală de siguranţă specifică unei obligaţiuni de foarte bună calitate şi protecţie împotriva oscilaţiei preţului, la care să se adauge şansa de a beneficia de o creştere a preţului acţiunilor comune.

Poate că acesta este locul potrivit pentru a face o sugestie cu privire la „obligaţiunea pe termen lung a viitorului". De ce să nu fie împărţite efectele modificării ratelor dobânzilor după un criteriu practic şi echitabil între debitor şi creditor? O posibilitate ar fi să se

Scanned with OKEN Scanner

vândă obligaţiuni pe termen lung a căror dobândă să varieze în funcţie de un indice adecvat al profitului curent. Principalele rezultate ale aplicării unei asemenea tehnici ar fi următoarele: 1) obligaţiunea investitorului ar avea întotdeauna o valoare a principalului de circa 100, dacă firma şi-ar păstra ratingul, însă dobânda încasată ar varia, să zicem, în funcţie de profitul adus de noile titluri convenţionale; 2) compania ar beneficia de avantajele îndatorării pe termen lung – fiind scutită de problemele şi costurile reînnoirii frecvente a finanţării – însă costurile aferente dobânzilor s-ar modifica de la an la an.[4]

În ultimul deceniu, investitorul în obligaţiuni s-a confruntat cu o dilemă din ce în ce mai serioasă: să aleagă stabilitatea deplină a valorii capitalului investit, dar cu rate ale dobânzii (pe termen scurt) variabile şi, de regulă, scăzute? Sau să aleagă o dobândă fixă, cu variaţii considerabile (se pare că, de obicei, negative) ale valorii principalului? Ar fi bine pentru majoritatea investitorilor dacă ar putea să facă un compromis între aceste două variante şi să se asigure că nici randamentul dobânzii, nici valoarea capitalului investit nu vor scădea sub un nivel considerat minim vreme de, să zicem, 20 de ani. Acest lucru ar putea fi stabilit, fără mari dificultăţi, prin încheierea unui nou tip de contract de vânzare-cumpărare a obligaţiunilor. Observaţie importantă: guvernul SUA a făcut de fapt un lucru asemănător atunci când a combinat contractele originale aferente obligaţiunilor de tezaur pentru economisire cu extinderea acestora la rate mai mari ale dobânzilor. Sugestia pe care o facem aici se referă la prelungirea perioadei fixe de investiţii în comparaţie cu cea prevăzută în cazul obligaţiunilor de tezaur pentru economisire şi dă mai multă flexibilitate prevederilor referitoare la rata dobânzii.*

Probabil că nu este folositor să vorbim despre acţiunile privilegiate neconvertibile, din moment ce statutul fiscal special al acestora face din cele sigure o investiţie mult mai atrăgătoare pentru companii – de pildă, societăţile de asigurări – decât pentru persoanele fizice. Cele de calitate mai slabă au aproape întotdeauna o variaţie foarte mare, din punct de vedere procentual, nu foarte diferită de cea a acţiunilor ordinare. Nu putem face o altă remarcă utilă în privinţa lor. Tabelul

---

* Aşa cum am menţionat în comentariul la capitolele 2 şi 4, titlurile de trezorerie protejate la inflaţie (TIPS) sunt o versiune nouă, îmbunătăţită a ceea ce Graham sugerează aici.

Scanned with OKEN Scanner

16-2 de la p. 424 oferă informaţii cu privire la modificarea preţurilor unor acţiuni privilegiate neconvertibile de calitate inferioară între decembrie 1968 şi decembrie 1970. Scăderea medie a fost de 17%, faţă de 11,3% cât a fost în cazul indicelui compozit S & P al acţiunilor ordinare.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 8

„Fericirea celor care vor să fie populari depinde de alții; fericirea celor care caută plăcerea variază în funcție de stări de spirit pe care ei nu le pot stăpâni; însă fericirea celor înțelepți izvorăşte din actele lor libere."

Marcus Aurelius

DR. JEKYLL ŞI DOMNUL PIAȚĂ

În cea mai mare parte a timpului, piața evaluează cu acuratețe majoritatea acțiunilor. Milioane de cumpărători şi vânzători care se tocmesc pentru preț reuşesc să facă – în general – o remarcabilă evaluare a companiilor. Uneori însă prețul nu este cel corect; din când în când, el este chiar complet eronat. În acele momente, trebuie să acceptați descrierea făcută de Graham Domnului Piață, probabil cea mai relevantă metaforă făcută vreodată pentru a explica modul în care acțiunile ajung să fie evaluate greşit.[1] Maniaco-depresivul Domn Piață nu evaluează întotdeauna acțiunile aşa cum ar proceda un evaluator sau un cumpărător particular cu o afacere. Dimpotrivă, când acțiunile urcă, el plăteşte bucuros un preț mai mare decât valoarea lor obiectivă, iar când acestea coboară, el vrea cu disperare să scape de ele la un preț mai mic decât valoarea lor reală.

Mai există oare Domnul Piață? Mai are el un comportament contradictoriu? Bineînțeles.

Pe 17 martie 2000, acțiunile Inktomi Corp. au atins un nou nivel maxim de 231,625 $. De la introducerea lor pe piață în iunie 1998, acțiunile companiei de programe de căutare pe Internet au crescut cu circa 1.900%. Din decembrie 1999, în numai câteva săptămâni, ele aproape şi-au triplat valoarea.

Ce se întâmpla cu afacerea Inktomi de acțiunile ei au putut deveni atât de valoroase? Răspunsul pare simplu: o creştere fenomenal de rapidă. În ultimul trimestru al anului 1999, compania a vândut produse şi servicii în valoare de 36 de milioane $, mai mult decât vânduse în tot anul 1998. Dacă Inktomi îşi putea păstra ritmul de creştere din cele

---

[1] A se vedea textul lui Graham de la pp. 204-205.

Scanned with OKEN Scanner

12 luni anterioare vreme de încă cinci ani, veniturile ei ar fi săltat de la 36 de milioane $ pe trimestru la 5 miliarde $ pe lună. Având în vedere o asemenea creştere, cu cât acţiunile ar fi urcat mai repede, cu atât mai sus se pare că ar fi ajuns.

Dar, în dragostea lui fulgerătoare faţă de acţiunile Inktomi, Domnul Piaţă uita un lucru legat de afacerea respectivă. Compania pierdea bani – mulţi bani. Pierduse 6 milioane $ în ultimul trimestru, 24 de milioane $ în cele 12 luni anterioare şi 24 de milioane $ cu un an înainte. În întreaga ei existenţă, Inktomi nu obţinuse nicio centimă profit. Cu toate acestea, pe 17 martie 2000, Domnul Piaţă evalua această micuţă afacere la 25 de miliarde $. (Da, aţi citit bine, *miliarde*.)

După aceea, Domnul Piaţă a făcut o depresie subită, de coşmar. Pe 30 septembrie 2002, la numai doi ani şi jumătate după ce au atins nivelul de 231,625 $ pe titlu, acţiunile Inktomi au închis la 25 de cenţi – prăbuşindu-se de la o valoare totală de piaţă de 25 de miliarde $ la mai puţin de 40 de milioane $. Oare afacerea Inktomi îşi epuizase potenţialul? Nicidecum; în ultimele 12 luni, compania realizase venituri de 113 milioane $. Atunci ce s-a schimbat? Doar dispoziţia Domnului Piaţă: la începutul lui 2000, investitorii erau atât de atraşi de lumea Internetului, încât au plătit pe acţiunile Inktomi un preţ de 250 de ori mai mare decât veniturile companiei. Domnul Piaţă se transformase din dr. Jekyll în domnul Hyde şi distrugea cu sălbăticie toate acţiunile care-l făcuseră de râsul lumii.

Furia din miez de noapte a Domnului Piaţă nu era însă mai îndreptăţită decât fusese maniacala sa euforie. Pe 23 decembrie 2002, Yahoo! Inc. a anunţat că va cumpăra compania Inktomi pentru 1,65 $ acţiunea. Asta însemna de aproape şapte ori preţul unei acţiuni Inktomi de pe 30 septembrie. Viitorul va demonstra probabil că Yahoo! a făcut o afacere avantajoasă. Când Domnul Piaţă ieftineşte atât de mult acţiunile, nu este de mirare că firme întregi sunt cumpărate chiar de sub el.[2]

GÂNDIŢI SINGURI

Aţi da voie unui dement dovedit să vină la dumneavoastră de cel puţin cinci ori pe săptămână şi să vă spună că ar trebui să vă simţiţi exact cum se simte şi el? Aţi accepta vreodată să fiţi din cale afară de

[2] Aşa cum remarca Graham într-o binecunoscută serie de articole din 1932, Marea Criză a făcut ca acţiunile a zeci de companii să scadă sub valoarea numerarului şi altor active lichide ale acestora, motiv pentru care ele „valorau mai mult moarte decât vii".

Scanned with OKEN Scanner

optimist doar pentru că el este astfel – sau să fiți nefericiți doar pentru că el crede că dumneavoastră ar trebui să fiți așa? Bineînțeles că nu. V-ați impune dreptul de a fi stăpâni pe trăirile dumneavoastră sufleteşti, bazându-vă pe experiențele şi convingerile proprii. Dar, când vine vorba despre situația lor financiară, milioane de oameni îi permit Domnului Piață să le spună cum să se simtă şi ce să facă – în ciuda faptului evident că, din când în când, o poate lua razna de-a binelea.

În 1999, când Domnul Piață țipa de încântare, angajații americani au vărsat în medie 8,6% din salariu la fondurile de pensie 401(k). În 2002, după ce Domnul Piață, vreme de trei ani, a aruncat cu acțiuni în dreapta şi-n stânga, rata medie a contribuției a scăzut cu aproape un sfert, la numai 7%.[3] Cu cât acțiunile au devenit mai ieftine, cu atât oamenii au devenit mai puțin interesați de ele – pentru că-l imitau pe Domnul Piață, în loc să gândească singuri.

Investitorul inteligent nu trebuie să-l ignore pe de-a-ntregul pe Domnul Piață. Dimpotrivă, ar trebui să faceți afaceri cu el – dar numai în măsura în care este în interesul dumneavoastră. Datoria Domnului Piață este să vă ofere prețuri; a dumneavoastră, să stabiliți dacă este în avantajul dumneavoastră să faceți ceva ținând cont de ele. *Nu trebuie să faceți tranzacții cu el doar pentru că vă roagă întruna să faceți asta.*

Refuzându-l pe Domnul Piață de stăpân, faceți din el servitorul dumneavoastră. În definitiv, chiar şi atunci când pare să distrugă valori, el creează altele în altă parte. În 1999, indicele Wilshire 5000 – cel mai cuprinzător indicator al randamentului acțiunilor americane – a crescut cu 23,8%, datorită în mare parte acțiunilor din domeniul tehnologiei şi telecomunicațiilor. Însă valoarea a 3.743 dintre cele 7.234 de acțiuni din coşul Wilshire a scăzut deşi media a crescut. În vreme ce acțiunile din domeniul tehnologiilor de vârf şi al telecomunicațiilor erau mai fierbinți decât capota unei maşini de curse într-o după-amiază de august, mii de acțiuni ale firmelor din „Vechea Economie" înghețaseră în noroi, ieftinindu-se tot mai mult.

---

[3] Comunicat de presă, The Spectrem Group, „Plan Sponsors Are Losing the Battle to Prevent Declining Participation and Deferrals into Defined Contribution Plans", 25 octombrie 2002.

Scanned with OKEN Scanner

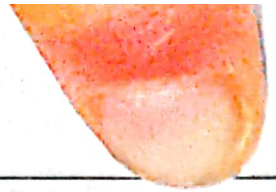


FIGURA 8-1. Din gunoaie, vedete

Compania	Domeniul	Randamentul total (%)				Valoarea finală a 1.000 $ investiți la 1.01.1999
		1999	2000	2001	2002	
Angelica	uniforme industriale	–43,7	1,8	19,3	94,1	1.328
Ball Corp.	ambalaje din metal şi plastic	–12,7	19,2	55,3	46,0	2.359
Checkers Drive-In Restaurants	alimentație rapidă	–45,5	63,9	66,2	2,1	1.517
Family Dollar Stores	comerț cu amănuntul la prețuri mici	–25,1	33,0	41,1	5,0	1.476
International Game Technology	echipament pentru sălile de jocuri	–16,3	136,1	42,3	11,2	3.127
J B Hunt Transportation	transport auto	–39,1	21,9	38,0	26,3	1.294
Jos. A. Bank Clothiers	îmbrăcăminte	–62,5	50,0	57,1	201,6	2.665
Lockheed Martin	apărare şi tehnică aerospațială	–46,9	58,0	39,0	24,7	1.453
Pier 1 Imports	mobilier casnic	–33,2	63,9	70,5	10,3	2.059
UST Inc.	tutun pentru prizat	–23,5	21,6	32,2	1,0	1.241
Indicele Wilshire Internet		139,1	–55,5	–46,2	–45,0	315
Indicele Wilshire 5000 (total piață bursieră)		23,8	–10,9	–11,0	–20,8	778

Surse: Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; www.wilshire.com.

Scanned with OKEN Scanner

Acțiunile CMGI, o companie „incubator" sau de portofoliu pentru firme nou-create pe Internet, au crescut cu un procent extraordinar de 939,9 în 1999. În același timp, acțiunile Berkshire Hathaway – compania de portofoliu prin care Warren Buffett, cel mai mare discipol al lui Graham, controlează companii fidele Vechii Economii precum Coca-Cola, Gillette şi Washington Post Co. – au scăzut cu 24,9%.[4]

Apoi însă, cum se-ntâmplă de atâtea ori, starea de spirit a pieței s-a schimbat brusc. În figura 8-1 prezentăm câteva acțiuni care, din gunoaie în 1999, au devenit vedete în 2000-2002.

În ceea ce priveşte cele două companii de portofoliu, CMGI a ajuns să piardă 96% în 2000, alte 70,9 procente în 2001 şi încă 39,8% în 2002 – pierderea totală fiind de 99,3%. Berkshire Hathaway a crescut cu 26,6% în 2000 şi cu 6,5% în 2001, după care a avut o uşoară pierdere de 3,8% în 2002 – câştigul cumulat fiind de 30%.

ÎI PUTEȚI ÎNVINGE PE PROFESIONIŞTI CU ARMELE LOR?

Una dintre cele mai importante observații a lui Graham este aceasta: „Investitorul care-şi permite să se panicheze sau să-şi facă prea multe griji din cauza declinului nejustificat al prețului de piață al acțiunilor pe care le deține face din principalul său avantaj un dezavantaj esențial."

Ce vrea să spună Graham prin cuvintele „dezavantaj esențial"? Vrea să spună că investitorul individual inteligent are deplina libertate de a hotărî dacă să-l imite sau să nu-l imite pe Domnul Piață. Dumneavoastră aveți plăcerea de a putea să gândiți singuri.[5]

---

[4] Câteva luni mai târziu, pe 10 martie 2000 – ziua în care NASDAQ a atins cel mai mare nivel din toate timpurile – expertul în tranzacții online James J. Cramer scria că, în ultimele zile, fusese tentat „în repetate rânduri" să vândă fără acoperire titluri Berkshire Hathaway, mizând pe faptul că acțiunile lui Buffett aveau să scadă şi mai mult. Cu o mişcare vulgară a pelvisului său retoric, Cramer a declarat chiar că acțiunile Berkshire sunt „gata s-o pună". În aceeaşi zi, specialistul în strategii de piață Ralph Acampora de la Prudential Securities se întreba: „Norfolk Southern sau Cisco Systems: unde vreți să fiți în viitor?" Cisco, o companie importantă pentru supermagistrala Internetului de mîine, părea a avea toate atuurile în fața lui Norflok Southern, o componentă a sistemului feroviar de ieri. (În anul următor, acțiunile Norfolk Southern au câştigat 35%, în vreme ce acțiunile Cisco au pierdut 70%.)

[5] Fiind întrebat ce anume stă în calea succesului majorității investitorilor individuali, Graham a avut un răspuns concis: „Principala cauză a eşecului este aceea că ei acordă prea multă atenție comportamentului curent al pieței bursiere." A se vedea „Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis"

Scanned with OKEN Scanner

Agentul tipic de investiții însă nu poate decât să copieze fiecare mişcare a Domnului Piață – să cumpere când prețurile sunt mari, să vândă când prețurile sunt mici, mergând aproape fără să gândească pe urmele dezordonate ale acestuia. Iată câteva dintre handicapurile care-i apasă pe administratorii fondurilor mutuale şi alți investitori profesionişti:

- În condițiile în care administrează miliarde de dolari, ei trebuie să graviteze spre acțiunile celor mai mari companii – singurele pe care le pot cumpăra în cantitățile foarte mari necesare completării portofoliilor proprii. Astfel, multe fonduri ajung să dețină acțiuni supraevaluate la aceleaşi companii-mamut.
- Investitorii înclină să bage mai mulți bani în fonduri atunci când piața creşte. Administratorii folosesc aceste disponibilități suplimentare pentru a cumpăra mai multe acțiuni dintre cele pe care le au deja în portofoliu, făcând ca prețurile să atingă înălțimi şi mai periculoase.
- Dacă cei care investesc în fonduri îşi cer banii înapoi când piața scade, este posibil ca administratorii să trebuiască să vândă acțiuni pentru a obține disponibilități. Aşa cum fondurile sunt obligate să cumpere acțiuni la prețuri anormal de mari pe o piață în creştere, tot aşa sunt obligate să vândă atunci când acțiunile redevin ieftine.
- Mulți manageri de portofolii primesc prime pentru faptul că bat piața, aşa încât ei îşi compară obsedați randamentele cu niveluri de referință precum indicele S & P 500. Dacă o companie nouă este inclusă în coşul unui indice, este absolut necesar ca sute de fonduri să cumpere acțiuni la aceasta. (Dacă nu cumpără, iar acțiunile firmei respective au după aceea o evoluție favorabilă, administratorii cad de proşti; pe de altă parte, dacă cumpără, şi acestea au o evoluție nefavorabilă, nimeni nu va da vina pe ei.)
- Administratorilor de fonduri li se cere din ce în ce mai mult să se specializeze. La fel ca în medicină, unde generalistul a făcut loc pediatrului alergolog şi geriatrului otorinolaringolog, administratorii de fonduri trebuie să cumpere numai acțiuni „cu creştere scăzută", numai acțiuni „de valoare medie" sau

---

(transcriere a prelegerii ținute la Şcoala Superioară de Afaceri a Universității de Stat „Northeast" din Missouri, martie 1972), revista *Financial History*, nr. 42, martie 1991, p. 8.

Scanned with OKEN Scanner

numai acțiuni „foarte variate".[6] Dacă o companie se dezvoltă prea mult, se restrânge prea mult, îi scade valoarea prea mult ori devine un pic prea scumpă, fondul trebuie să vândă acțiunile acesteia – chiar dacă administratorului îi plac.

Aşadar nu există niciun motiv pentru ca dumneavoastră să nu vă descurcați la fel de bine ca profesioniştii. Ceea ce nu puteți să faceți (deşi toți experții spun că puteți) este să-i „învingeți pe profesionişti cu armele lor". *Profesioniştii nici măcar nu pot învinge ei înşişi cu armele lor!* Şi, în general, de ce ar trebui să vă luptați cu ei? Dacă le urmați regulile, veți pierde – căci veți ajunge sclavul Domnului Piață la fel cum au ajuns profesioniştii.

Dimpotrivă, acceptați faptul că a investi în mod inteligent înseamnă a controla ceea ce nu se poate controla. Nu puteți controla dacă acțiunile sau fondurile în care investiți vor da un randament mai bun decât piața astăzi, săptămâna viitoare, luna aceasta sau anul acesta; pe termen scurt, randamentele dumneavoastră vor depinde întotdeauna de Domnul Piață şi de capriciile lui. *Puteți* însă controla:

- **costurile de brokeraj,** făcând tranzacții rar, cu răbdare şi cheltuind puțin;
- **costurile de posesie,** refuzând să investiți în fonduri mutuale cu cheltuieli prea mari;
- **propriile aşteptări,** făcând apel la realism, nu la imaginație pentru a vă prognoza randamentele;[7]
- **riscul pe care vi-l asumați,** stabilind cât din capitalul disponibil îl plasați pe piața bursieră, diversificând şi reechilibrând;
- **mărimea impozitelor pe care le plătiți,** păstrând acțiunile cel puțin un an şi, ori de câte ori este cu putință, cel puțin cinci ani, pentru a vă diminua impozitul datorat la câştigurile de capital;
- şi, înainte de toate, **propriul comportament.**

Dacă ați asculta ce se spune în emisiunile financiare de la televiziune sau dacă ați citi ce scriu majoritatea cronicarilor de specialitate,

---

[6] Nu contează ce semnificație au ori ar trebui să aibă aceşti termeni. Dacă în public aceste clasificări beneficiază de cea mai mare considerație, în particular majoritatea celor care lucrează în investiții le privesc cu disprețul rezervat în mod normal glumelor nesărate.

[7] A se vedea excelenta cronică scrisă de Walter Updegrave, „Keep It Real", *Money*, februarie 2002, pp. 53-56.

Scanned with OKEN Scanner

ați crede că investițiile sunt un fel de sport, de război sau de luptă pentru supraviețuire într-un mediu sălbatic şi ostil. A investi însă nu înseamnă a-i învinge pe alții cu armele lor, ci a fi stăpân pe dumneavoastră în tot ceea ce faceți. Provocarea căreia trebuie să-i facă față investitorul inteligent nu este să găsească acele acțiuni care să crească cel mai mult şi să scadă cel mai puțin, ci să nu devină propriul său duşman – să nu cumpere la un preț ridicat doar pentru că Domnul Piață spune „cumpără!" şi să nu vândă la un preț scăzut doar pentru că Domnul Piață spune „vinde!".

Dacă orizontul investițiilor dumneavoastră este lung – cel puțin 25-30 de ani – aveți o singură variantă acceptabilă: să cumpărați în fiecare lună, în mod automat şi ori de câte ori vă puteți lipsi de nişte bani. Cea mai bună alegere în acest caz este un fond bazat exclusiv pe un indice bursier. Vindeți numai când aveți nevoie de disponibilități (drept stimulent, decupați şi semnați „contractul de investiții" de la pp. 236-237).

De asemenea, ca să fiți un investitor inteligent, trebuie să nu vă apreciați succesul în plan financiar în funcție de rezultatele unor necunoscuți. Nu sărăciți absolut deloc dacă cineva din Dubuque, Dallas sau Denver bate indicele S & P 500, iar dumneavoastră nu-l bateți. Pe nicio piatră funerară nu este scris „EL A BĂTUT PIAȚA".

Am discutat odată cu nişte pensionari din Boca Raton, una dintre cele mai bogate comunități de pensionari din Florida. I-am întrebat pe aceşti oameni – majoritatea trecuți de şaptezeci de ani – dacă, atâta vreme cât au investit, au realizat vreodată un randament mai bun decât cel al pieței. Unii au răspuns afirmativ, alții, negativ; majoritatea n-au ştiut ce să răspundă. Apoi un bărbat a spus: „Cui îi pasă? Nu ştiu decât că investițiile mele au adus un câştig suficient de mare pentru ca eu să mă pot stabili în Boca."

Oare ar putea exista un răspuns mai bun? În definitiv, când investeşti, nu contează să câştigi mai mulți bani decât media, ci să câştigi suficienți bani ca să-ți satisfaci propriile nevoi. Cel mai bun mod de a afla dacă ați investit bine nu este să vedeți dacă ați bătut piața, ci să vedeți dacă aveți un plan financiar şi un comportament disciplinat care vă pot ajuta să vă atingeți obiectivul. În cele din urmă, nu contează să treceți linia de sosire înaintea celorlalți, ci doar să vă asigurați că o treceți.[8]

---

[8] A se vedea Jason Zweig, „Did You Beat the Market?", *Money*, ianuarie 2000, pp. 55-58.

Scanned with OKEN Scanner

BANII ŞI CREIERUL DUMNEAVOASTRĂ

Atunci, de ce investitorii sunt seduşi de Domnul Piaţă? Se pare că creierul nostru este făcut în aşa fel încât să dăm de belea atunci când investim; oamenii sunt animale care caută modele. Psihologii au demonstrat că, dacă oamenilor li se prezintă o secvenţă aleatorie – şi li se spune că aceasta este imprevizibilă – ei vor insista oricum să încerce să ghicească ceea ce urmează. În mod asemănător, noi „ştim" că, la următoarea aruncare, zarurile vor arăta şapte, că un jucător de baseball trebuie să marcheze un punct, că următoarea serie câştigătoare la loterie va fi în mod sigur 4, 27, 9, 16, 42, 10 – şi că această mică firmă ale cărei acţiuni sunt foarte căutate este următorul Microsoft.

Cercetări novatoare în neurologie demonstrează că creierul nostru este făcut să perceapă tendinţe chiar şi acolo unde acestea s-ar putea să nu existe. După ce un eveniment se petrece de două-trei ori la rând, zone din creierul omului numite *cingulum anterior* şi *nucleus accumbens* anticipează în mod automat faptul că acesta se va petrece din nou. Dacă se repetă, este eliberată o substanţă chimică naturală numită dopamină, care inundă creierul cu o uşoară euforie. Astfel, dacă o acţiune urcă de câteva ori la rând, vă aşteptaţi în mod reflex ca ea să continue să urce – iar structura chimică a creierului dumneavoastră se modifică în momentul în care acţiunea creşte, provocându-vă o stare de „extaz firesc". Deveniţi efectiv dependenţi de propriile prognoze.

Când însă acţiunile scad, pierderea suferită vă inflamează amigdala – partea creierului care prelucrează stările de teamă şi nelinişte, generând cunoscuta reacţie „luptă sau fugi", comună animalelor încolţite. Aşa cum nu puteţi împiedica inima să bată mai tare atunci când se porneşte o alarmă de incendiu, aşa cum nu puteţi să nu tresăltaţi atunci când un şarpe vă iese în cale, tot aşa nu puteţi să nu aveţi un sentiment de teamă atunci când preţurile acţiunilor o iau la vale.[9]

De fapt, strălucitii psihologi Daniel Kahneman şi Amos Tversky au arătat că suferinţa produsă de o pierdere financiară este de două ori mai intensă decât plăcerea produsă de un câştig echivalent. Te simţi grozav după ce ai câştigat 1.000 $ investind în nişte acţiuni – impactul emoţional este însă de două ori mai puternic atunci când pierzi 1.000

---

[9] Aplicaţiile neurologiei în domeniul investiţiilor sunt analizate de Jason Zweig în „Are You Wired for Wealth?", *Money*, octombrie 2002, pp. 74-83, articol disponibil şi pe http://money.cnn.com/2002/09/25/pf/investing/agenda_brain_short/index.htm. A se vedea şi Jason Zweig, „The Trouble with Humans", *Money*, noiembrie 2000, pp. 67-70.

Scanned with OKEN Scanner

$. Este atât de dureros să pierzi bani, încât mulți oameni, îngroziți de perspectiva unor alte pierderi, vând totul la un preț apropiat de nivelul minim sau refuză să mai cumpere.

Așa se explică de ce ne concentrăm asupra amplitudinii absolute a declinului pieței și uităm să exprimăm pierderea proporțional. Deci, dacă un reporter TV strigă „piața *coboară* – indicele Dow scade *100 de puncte!*", cei mai mulți tremură instinctiv. Dar, la ultimul nivel atins de acest indice, de 8.000, aceasta nu este decât o scădere cu 1,2%. Acum, gândiți-vă cât de ridicol ar părea dacă, într-o zi în care afară sunt 41 de grade, meteorologul de la televizor ar striga: „Temperatura coboară – scade de la *41* la *40,5 grade!*" Și aceasta este tot o scădere de 1,2%. Când uitați să priviți modificarea prețurilor pieței în termeni procentuali, este foarte ușor să vă panicați la cele mai mici variații. (Dacă vă gândiți să faceți investiții pentru câteva decenii, există un mod mai bun de a vă uita la emisiunile de știri financiare; a se vedea caseta de la p. 234.)

La sfârșitul anilor 1990, mulți oameni au ajuns să creadă că nu știu ce se-ntâmplă dacă nu verificau de câteva ori pe zi prețurile acțiunilor. Așa cum spune însă Graham, investitorul tipic „ar fi mai câștigat dacă acțiunile lui n-ar mai fi cotate deloc, căci atunci el ar fi scutit de supliciul psihic pe care i-l provoacă aprecierile greșite ale *altor persoane*". Dacă, după ce verificați valoarea portofoliului dumneavoastră de acțiuni la ora 13:24, vă simțiți obligați s-o verificați din nou la 13:37, puneți-vă următoarele întrebări:

- Am cerut unui agent imobiliar să verifice prețul de piață al casei mele la ora 13:24? I-am cerut din nou acest lucru la ora 13:37?
- Dacă i-am cerut, s-a schimbat prețul? Dacă s-a schimbat, m-am grăbit să-mi vând casa?
- Neverificând sau chiar neștiind prețul de piață al casei mele din minut în minut, valoarea ei nu va crește în timp?[10]

[10] Merită să vă mai întrebați dacă v-ar plăcea să stați în casa dumneavoastră în cazul în care prețul ei de piață ar apărea menționat extrem de exact în ziare și la televiziune.

Scanned with OKEN Scanner

ŞTIRI CARE VĂ SUNT UTILE

Acţiunile se prăbuşesc, aşa că daţi drumul la televizor pentru a prinde ultimele ştiri din domeniul bursei. Închipuiţi-vă însă că, în loc de CNBC sau CNN, puteţi viziona Benjamin Graham Financial Network. Pe BGFN, sonorul nu surprinde acel dangăt deranjant atât de cunoscut al clopotului care anunţă închiderea bursei; imaginea nu cade pe brokerii care se precipită în ringul bursei asemenea unor şoareci agitaţi. De asemenea, BGFN nu transmite imagini cu investitorii care, de pe trotuarele îngheţate, cască gura la săgeţile roşii care aleargă deasupra capului lor pe un afişaj electronic al cotaţiilor bursiere.

În schimb, pe tot ecranul televizorului apare imaginea faţadei Bursei de Valori New York, acoperită cu o pancartă uriaşă pe care scrie: „OFERTĂ! 50% REDUCERE!" Ca melodie introductivă, se pot auzi cei de la Bachman-Turner Overdrive intonând câteva măsuri din vechiul lor şlagăr de mare succes intitulat „Şi încă n-ai văzut nimic". Apoi, prezentatorul anunţă foarte bucuros: „Acţiunile au devenit *încă o dată* mai atrăgătoare astăzi, indicele Dow scăzând cu *încă* 2,5% în condiţiile unui volum mare de acţiuni tranzacţionate – *a patra zi consecutivă* în care acţiunile *s-au ieftinit*. Celor care au investit în firme din domeniul tehnologiilor de vârf le-a mers *şi mai bine*, căci acţiunile unor companii mari precum Microsoft *au pierdut aproape 5% în această zi*, devenind *şi mai accesibile*. Este *cea mai bună* ştire din ultimul an, acţiunile pierzând *deja* aproape *50%* şi ajungând la niveluri *extrem de mici*, nemaivăzute de ani de zile. Iar unii analişti de marcă sunt *optimişti*, spunând că preţurile pot să scadă *şi mai mult* în săptămânile şi lunile care urmează."

Apare apoi în imagine specialistul în strategii de piaţă Ignatz Anderson de la firma Ketchum & Skinner, care spune: „Conform prognozei mele, acţiunile vor pierde *încă 15%* până în iunie. Sunt oarecum optimist că, dacă *totul merge bine*, acţiunile ar putea pierde *25%*, poate *mai mult*."

„Să sperăm că Ignatz Anderson are *dreptate*", spune prezentatorul fericit. „Scăderea preţurilor acţiunilor ar fi o veste extraordinară pentru orice investitor cu un orizont foarte lung. Şi acum îi dăm legătura lui *Wally Wood* pentru prognoza *exclusivă* AccuWeather."

Singurul răspuns posibil la aceste întrebări este *„bineînţeles că nu"*! Dumneavoastră ar trebui să adoptaţi aceeaşi abordare în privinţa

Scanned with OKEN Scanner

propriului portofoliu. Pe o perioadă de 10, 20 sau 30 de ani, oscilațiile zilnice ale Domnului Piață pur şi simplu nu contează. În orice caz, pentru oricine va investi în anii care urmează, scăderea prețului este o veste bună, nu rea, căci ea îi permite să cumpere mai multe acțiuni cu bani mai puțini. Cu cât acțiunile scad mai mult şi o perioadă mai lungă, şi cu cât dumneavoastră continuați să cumpărați pe măsură ce ele scad, cu atât veți avea de câştigat mai mult la sfârşit – *dacă* rămâneți consecvenți până la sfârşit. În loc să vă temeți de o piață în scădere, ar trebui să vă apropiați de ea. Investitorul inteligent ar trebui să nu-şi facă deloc probleme dacă ar deține un pachet de acțiuni sau un plasament la un fond mutual, iar piața bursieră ar înceta să mai furnizeze prețurile zilnice în următorii zece ani.[11]

În mod paradoxal, „veți fi mai stăpâni pe situație", explică neurologul Antonio Damasio, „dacă vă dați seama cât de multe lucruri nu puteți stăpâni". Recunoscând tendința dumneavoastră biologică de a cumpăra când prețurile sunt mari şi de a vinde când prețurile sunt mici, puteți accepta că trebuie să aplicați strategia plasamentelor constante, să ,reechilibrați şi să semnați un contract de investiții. Punând cea mai mare parte a portofoliului pe pilot automat, puteți să vă opuneți dependenței dumneavoastră de previziune, să vă concentrați asupra obiectivelor financiare pe termen lung şi să ignorați oscilațiile de moment ale Domnului Piață.

CÂND DOMNUL PIAȚĂ VĂ OFERĂ LĂMÂI, FACEȚI LIMONADĂ

Deşi Graham vă învață că trebuie să cumpărați când Domnul Piață strigă „vindeți", există o excepție pe care investitorul inteligent trebuie s-o cunoască. A vinde atunci când piața este în scădere are sens dacă astfel se obțin avantaje fiscale. Codul fiscal al SUA vă permite să folosiți pierderile realizate (orice scădere a valorii pe care o înregistrați din vânzarea acțiunilor) pentru a reduce cu până la 3.000 $ venitul obişnuit.[12]

---

[11] În urma unor experimente remarcabile efectuate la sfârşitul anilor 1980, un profesor de psihologie de la universitățile Columbia şi Harvard, Paul Andreassen, a demonstrat că investitorii care primesc frecvent informații de ultimă oră despre acțiunile lor câştigă jumătate din cât câştigă cei care nu primesc informații deloc. A se vedea Jason Zweig, „Here's How to Use the News and Tune Out the Noise", *Money*, iulie 1998, pp. 63-64.

[12] Legislația fiscală federală se modifică în mod constant. Exemplul cu acțiunile Coca-Cola dat aici este valabil dacă se ține seama de prevederile Codului fiscal al SUA în vigoare la începutul anului 2003.

Scanned with OKEN Scanner

Să zicem că, în ianuarie 2000, ați cumpărat 200 de acțiuni Coca-Cola cu 60 $ bucata, investind în total 12.000 $. La sfârșitul anului 2002, acțiunile aveau o valoare de 44 $ bucata, iar întregul pachet valora 8.800 $ – ceea ce însemna o pierdere de 3.200 $.

Ați fi putut să faceți ceea ce fac majoritatea oamenilor – fie să vă plângeți că ați pierdut bani, fie să ascundeți totul și să vă prefaceți că nu s-a întâmplat nimic. Sau ați fi putut prelua controlul. Înainte de sfârșitul anului 2002, ați fi putut vinde toate acțiunile, consemnând pierderea de 3.200 $. Apoi, așteptând să treacă 31 de zile, conform regulilor Fiscului, cumpărați din nou 200 de acțiuni Coca-Cola. Rezultatul: vă puteați reduce venitul impozabil cu 3.000 $ în 2002 și puteați folosi restul pierderii de 200 $ pentru a reduce venitul din 2003. În plus, ați fi rămas cu acțiuni la o companie în al cărui viitor credeți – de data aceasta însă, acțiunile respective ar valora cu aproape o treime mai puțin decât ați plătit prima dată pentru ele.[13]

În condițiile în care Unchiul Sam vă acoperă pierderile, are rost să vindeți și să înregistrați o pierdere. Dacă Unchiul Sam vrea ca Domnul Piață să pară logic prin comparație, cine are a se plânge?

CONTRACT DE INVESTIȚII

Subsemnatul, _____ _____,
specific prin prezenta că sunt investitor interesat să strângă avere mulți ani de acum înainte.

Știu că de multe ori voi fi tentat să investesc în acțiuni sau obligațiuni pentru că prețul lor a crescut (sau „creşte") și că alteori voi fi tentat să-mi vând investițiile din cauză că valoarea lor a scăzut (sau „scade").

Prin prezenta declar că refuz să las o turmă de străini să ia decizii financiare în locul meu. Mai mult, mă angajez în mod solemn să nu investesc niciodată pentru că piața bursieră a crescut și să nu vând niciodată pentru că aceasta a scăzut. În schimb, voi investi _____ $ pe lună, în fiecare lună, în conformitate cu un plan automat de investiții sau un

---

[13] Acest exemplu pleacă de la ipoteza că investitorul nu a realizat câștiguri din operațiuni de capital în 2002 și nu a reinvestit dividendele. Swap-ul fiscal nu trebuie tratat cu lejeritate, căci se pot face ușor greșeli. Înainte de a apela la un swap fiscal, citiți IRS Publication 550 (www.irs.gov/pub/irspdf/p550.pdf). Un bun îndrumar al impozitelor pe care trebuie să le plătească un investitor este cel întocmit de Robert N. Gordon împreună cu Jan M. Rosen, *Wall Street Secrets for Tax-Efficient Investing* (Bloomberg Press, Princeton, New Jersey, 2001). În fine, înainte de a apăsa pe trăgaci, consultați un specialist în fiscalitate.

Scanned with OKEN Scanner

„program de plasamente constante", în următorul (următoarele) fond(uri) mutual(e) sau portofoliu (portofolii) diversificat(e):

_____,
_____,
_____.

Voi investi de asemenea sume suplimentare ori de câte ori îmi voi permite să mă lipsesc de numerar (şi-mi voi permite să le pierd pe termen scurt).

Declar prin prezenta că voi păstra fiecare dintre aceste plasamente fără întrerupere cel puțin până la următoarea dată (care trebuie să fie la o distanță de cel puțin 10 ani de data semnării acestui contract): __ _____ 20__. Singurele excepții acceptate conform clauzelor acestui contract sunt o nevoie instantanee, presantă de numerar, cum ar fi apariția unei probleme medicale sau pierderea locului de muncă, şi o cheltuială planificată, cum ar fi plata unui avans pentru achiziționarea unei locuințe sau achitarea unei taxe de şcolarizare.

Punându-mi semnătura mai jos, specific că intenția mea nu este doar să respect clauzele acestui contract, ci şi să recitesc documentul ori de câte ori sunt tentat să vând oricare dintre investițiile mele.

Acest contract este valabil doar dacă este semnat de cel puțin un martor şi trebuie ținut într-un loc sigur şi accesibil pentru a putea fi consultat în viitor.

Semnat: _____ _____ Data: _____ 20__

Martori:
_____ _____
_____ _____

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 9

Plasamentele în fondurile de investiții

Una dintre variantele pe care le are investitorul defensiv este să-şi plaseze banii în acțiuni la o societate de investiții. Cele ale căror titluri sunt răscumpărabile la cererea posesorului, la valoarea activelor nete, sunt cunoscute îndeobşte ca „fonduri mutuale" (sau „fonduri deschise"). Majoritatea acestora vând în mod activ alte titluri prin intermediul unui corp de vânzători. Cele ale căror acțiuni nu sunt răscumpărabile se numesc societăți sau fonduri „închise"; numărul titlurilor acestora rămâne relativ constant. Toate fondurile, indiferent de importanța lor, sunt înregistrate la Comisia de Valori Mobiliare şi Burse (Securities and Exchange Commission – SEC) şi se supun reglementărilor şi controalelor efectuate de aceasta.*

Domeniul este unul foarte vast. La sfârşitul anului 1970, existau 383 de fonduri înregistrate la SEC, cu active totale de 54,6 miliarde $. Dintre acestea, 356 de societăți cu active de 50,6 miliarde $ erau fonduri mutuale, iar 27 de societăți cu active de 4 miliarde $ erau fonduri închise.†

Există diferite posibilități de clasificare a fondurilor. Un criteriu îl reprezintă anvergura divizării portofoliului propriu; există „fonduri echilibrate", în care obligațiunile au o pondere semnificativă (în general, de circa o treime), şi „fonduri de acțiuni", al căror portofoliu este format aproape în exclusivitate din acțiuni ordinare. (Din acest punct de vedere, există şi alte tipuri de fonduri, cum ar fi „fondurile de

---

* Reprezintă o violare a legislației federale vânzarea de titluri publicului investitor de către un fond mutual deschis, un fond mutual închis sau un fond cotat la bursă dacă acesta n-a fost „înregistrat" (sau n-a depus actele financiare obligatorii) la SEC.

† Din „foarte vast", sectorul fondurilor a devenit imens. La sfârşitul anului 2002, existau 8.279 de fonduri mutuale care deținеau active în valoare de 6.560 de miliarde $, 514 fonduri închise cu active de 149,6 miliarde $ şi 116 fonduri cotate la bursă (FCB) cu active de 109,7 miliarde $. Aceste cifre nu cuprind investiții asemănătoare fondurilor precum anuitățile variabile şi trusturile cu portofolii prestabilite.

Scanned with OKEN Scanner

obligațiuni", „fondurile protejate", „fondurile de acțiuni neînregistrate" etc.).* Un alt criteriu îl reprezintă obiectivul acestora: venitul, stabilitatea prețurilor sau mărirea valorii capitalului („creşterea"). Un alt criteriu este metoda de vânzare folosită. „Fondurile cu speze" adaugă o taxă de vânzare (în general de circa 9% din valoarea activelor în cazul achizițiilor minime) la valoarea anterioară.† Altele, cunoscute sub denumirea de fonduri „fără speze", nu percep asemenea taxe; administrațiile se mulțumesc cu obişnuitele taxe de consiliere a investitorilor, percepute pentru gestiunea capitalului. Cum ele nu pot plăti comisioane agenților de vânzări, dimensiunea fondurilor fără speze tinde să fie redusă.‡ Prețurile de vânzare-cumpărare practicate de fondurile *închise* nu sunt stabilite de societăți, ci fluctuează pe piața liberă la fel ca prețul acțiunilor obişnuite.

Majoritatea companiilor se supun unor prevederi speciale ale legislației fiscale, menite să-i scutească pe acționari de dubla impunere a câştigurilor obținute. De fapt, fondurile trebuie să cedeze practic tot venitul obținut din activitatea curentă – adică dividendele şi dobânda încasată, minus cheltuielile. În plus, ele pot ceda profiturile realizate pe termen lung din vânzarea titlurilor – sub forma „dividendelor din profitul adus de operațiunile de capital" – care sunt tratate de acționar asemenea profitului adus de titlurile proprii. (Mai există o posibilitate aici, pe care o omitem ca să nu creăm confuzie.)** Aproape toate

---

* Liste ale principalelor tipuri de fonduri mutuale se pot găsi la www.ici.org/pdf/g2understanding.pdf şi http://news.morningstar.com/fundReturns/CategoryReturns.html. Fondurile de acțiuni neînregistrate nu mai există, în vreme ce fondurile protejate nu au voie, potrivit reglementărilor SEC, să vândă titluri niciunui investitor al cărui venit anual este mai mic de 200.000 $ sau a cărui avere netă este mai mică de 1 milion $.

† În prezent, spezele maxime percepute la vânzare de un fond de acțiuni tind să fie de circa 5,75%. Dacă investiți 10.000 $ într-un fond care percepe speze la vânzare de 5,75%, 575 $ vor merge la persoana (şi firma de brokeraj) care v-a vândut titlurile, investiția inițială netă având o valoare de 9.425 $. Taxa pe vânzări de 575 $ reprezintă de fapt 6,1% din suma respectivă, motiv pentru care Graham numeşte modalitatea standard de calcul al taxei „truc comercial". Din anii 1980, fondurile fără speze au început să aibă căutare, nemaiexistând tendința ca ele să fie mai mici decât fondurile cu speze.

‡ Aproape toate fondurile mutuale de astăzi trebuie să plătească impozite ca o „societate de investiții reglementată", care este exceptată de la plata impozitului pe venitul firmei atâta vreme cât cedează în principiu tot venitul acționarilor săi. „Posibilitatea" pe care Graham o omite pentru „a nu crea confuzie" îi permite unui fond să ceară SEC permisiunea specială de a distribui un

Scanned with OKEN Scanner

fondurile pun în circulație o singură clasă de titluri. O nouă chichiță, introdusă în 1967, împarte capitalizarea în emisiune de titluri privilegiate, care va beneficia de tot venitul din activitatea curentă, și emisiune de capital, sau acțiuni ordinare, care va beneficia de tot profitul din vânzarea titlurilor. (Acestea sunt numite „fonduri cu portofoliu dublu".)*

Multe dintre societățile care afirmă că principalul lor obiectiv este să realizeze profit din operațiuni de capital se concentrează asupra achiziției așa-numitelor „acțiuni în creștere" și au de multe ori cuvântul „creștere" inclus în denumirea lor. Unele se specializează într-un anumit domeniu, cum ar fi chimie, aviație, investiții în străinătate; acest lucru este indicat de regulă de titulatura lor.

Cel care vrea să investească într-un mod inteligent în titluri emise de fonduri are astfel la dispoziție o mare și întrucâtva derutantă varietate de posibilități – nu foarte diferite de cele oferite de plasamentul direct. În acest capitol ne vom ocupa de câteva întrebări importante, și anume:

1. Există o posibilitate ca investitorul să se asigure că va obține rezultate peste medie alegând fondurile adecvate? (Întrebare secundară: ce părere aveți despre „fondurile de performanță"?)†

2. Dacă nu, cum poate să se ferească de fondurile care i-ar aduce rezultate sub medie?

3. Poate face o alegere rațională între diferitele tipuri de fonduri – de pildă, între cele echilibrate și cele compuse numai din acțiuni, între cele deschise și cele închise, între cele cu speze și cele fără speze?

---

pachet de titluri deținut de acesta direct acționarilor fondului – așa cum a procedat Graham-Newman Corp. în 1948, când a repartizat investitorilor proprii acțiunile deținute la GEICO. Acest gen de distribuție este extrem de rar.

Fondurile cu portofoliu dublu, populare la sfârșitul anilor 1980, au dispărut în principiu de pe piață – este păcat, pentru că ele ofereau investitorilor o modalitate mai flexibilă de a profita de abilitățile unor mari specialiști în selecția acțiunilor precum John Neff. Poate că recenta scădere a pieței va duce la renașterea acestui atractiv instrument de investiții.

† „Fondurile de performanță" au fost la mare modă la sfârșitul anilor 1960. Erau echivalentul fondurilor agresive de creștere de la sfârșitul anilor 1990 și aduceau investitorilor servicii la fel de mari.

Scanned with OKEN Scanner

Rezultatele fondurilor de investiții în general

Înainte de a încerca să răspundem la aceste întrebări, ar trebui să spunem ceva despre rezultatele obținute în ansamblu de sectorul fondurilor. A adus el beneficii acționarilor? În general, cum s-au descurcat cei care au investit în fonduri comparativ cu cei care şi-au investit singuri banii? Avem certitudinea că fondurile, în ansamblu, au servit unui scop practic. Ele au promovat obiceiurile bune legate de economii şi investiții; au protejat nenumărați indivizi de greşelile costisitoare pe care le puteau comite jucând la bursă; au adus membrilor venituri şi profituri comparabile cu randamentele acțiunilor ordinare în general. Făcând o comparație, ne-am hazarda să afirmăm că individul obişnuit care, în ultimii ani, a băgat bani doar în titluri ale fondurilor de investiții s-a descurcat mai bine decât cel care a cumpărat el însuşi acțiuni ordinare.

Ultima afirmație este probabil adevărată chiar dacă rezultatele reale ale fondurilor par a nu fi fost mai bune decât cele ale plasamentelor în acțiuni ordinare pe ansamblu şi deşi costul investiției în fondurile mutuale se poate să fi fost mai mare decât cel al achizițiilor directe. Individul obişnuit n-a trebuit de fapt să aleagă între a construi singur un portofoliu de acțiuni ordinare bine proporționat şi a face acelaşi lucru, cu cheltuieli ceva mai mari, cumpărând titluri la fonduri. Cel mai probabil, el a trebuit să aleagă între a ceda în fața stratagemelor agentului de vânzări al fondului mutual care i-a bătut la uşă, pe de o parte, şi a ceda în fața mai şireților şi mult mai periculoşilor vânzători de oferte noi de categoria a doua şi a treia. Nu putem să nu ne gândim şi că individul obişnuit care-şi deschide un cont de brokeraj în ideea de a investi cu prudență în acțiuni ordinare se poate trezi că este atras de influențe nefericite spre speculație şi pierderi speculative; aceste tentații ar trebui să fie mult mai mici pentru cel care investeşte în fonduri mutuale.

Dar cum s-au descurcat fondurile de investiții în comparație cu piața în general? Problema este oarecum controversată, însă vom încerca s-o abordăm într-o manieră simplă, dar adecvată. În tabelul 9-1 sunt prezentate câteva rezultate calculate pentru perioada 1961-1970 ale celor mai mari zece fonduri de acțiuni din SUA de la sfârşitul anului 1970, alegându-se însă numai cel mai mare fond din fiecare grup de investiții. El rezumă randamentul total al fiecăruia dintre aceste fonduri corespunzător perioadelor 1961-1965, 1966-1970,

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 9-1. Rezultatele administrării a zece mari fonduri mutuale[a]

	(Indicate pe) 5 ani, 1961-1965 (toate +), în %	*5 ani, 1966-1970, în %*	*10 ani, 1961-1970 (toate +), în %*	*1969, în %*	*1970, în %*	*Active nete, decembrie 1970 (milioane $)*
Affiliated Fund	71	+19,7	105,3	–14,3	+2,2	1.600
Dreyfus	97	+18,7	135,4	–11,9	–6,4	2.232
Fidelity Fund	79	+31,8	137,1	– 7,4	+2,2	819
Fundamental Inv.	79	+ 1,0	81,3	–12,7	–5,8	1.054
Invest. Co. of Am.	82	+37,9	152,2	–10,6	+2,3	1.168
Investors Stock Fund	54	+ 5,6	63,5	–80,0	–7,2	2.227
Mass. Inv. Trust	18	+16,2	44,2	– 4,0	+0,6	1.956
National Investors	61	+31,7	112,2	+ 4,0	–9,1	747
Putnam Growth	62	+22,3	104,0	–13,3	–3,8	684
United Accum.	74	– 2,0	72,7	–10,3	–2,9	1.141
Media	72	18,3	105,8	– 8,9	–2,2	(total) 13.628
Indicele compozit Standard & Poor's	77	+16,1	104,7	– 8,3	+3,5	
DJIA	78	+ 2,9	83,0	–11,6	+8,7	

[a] Acestea sunt fondurile de acţiuni cu cea mai mare valoare a activelor nete la sfârşitul anului 1970. S-a luat însă un singur fond din fiecare grup de investiţii. Date furnizate de Wiesenberger Financial Services.

Scanned with OKEN Scanner

precum şi anilor 1969 şi 1970. De asemenea, prezentăm media rezultatelor, calculată pe baza sumei rezultatelor câte unui titlu de la fiecare dintre cele zece fonduri. Aceste societăți aveau, la sfârşitul lui 1969, active totale de peste 15 miliarde $, adică circa o treime din valoarea activelor tuturor fondurilor de acțiuni ordinare. Astfel, ele ar trebui să fie destul de reprezentative pentru sectorul respectiv. (Teoretic, în acest caz ar trebui să predomine rezultatele peste media sectorului, deoarece aceste societăți mai performante ar fi fost îndreptățite să înregistreze o expansiune mai rapidă decât celelalte; practic, este posibil ca lucrurile să nu stea aşa.)

Din acest tabel se pot desprinde unele aspecte interesante. În primul rând, constatăm că rezultatele generale ale acestor zece fonduri în perioada 1961-1970 nu s-au deosebit foarte mult de cele ale indicelui compozit Standard & Poor's 500 (sau ale indicelui industrial S & P 425). Ele au fost însă categoric mai bune decât cele ale DJIA. (Acest lucru ridică interesanta problemă a cauzelor pentru care cei 30 de giganți din coşul DJIA au avut un randament mai slab decât coşul mult mai mare şi aparent destul de pestriț folosit de Standard & Poor's.)* Un al doilea aspect este acela că, în ultimii cinci ani față de cei cinci ani anteriori, randamentul agregat al fondurilor s-a îmbunătățit oarecum în comparație cu cel al indicelui S & P. Câştigul obținut de fonduri a fost ceva mai mic decât cel al S & P în 1961-1965 şi ceva mai mare în 1966-1970. Al treilea aspect este acela că există o mare diferență între rezultatele fondurilor individuale.

Nu credem că sectorul fondurilor mutuale poate fi criticat pentru faptul că nu se descurcă mai bine decât piața în ansamblu. Administratorii lor şi concurenții lor profesioniști administrează o parte atât de mare a acțiunilor ordinare vandabile, încât ceea ce i se întâmplă pieței în general trebuie neapărat să li se-ntâmple (aproximativ) tuturor fondurilor. (De remarcat că activele fiduciare ale băncilor comerciale asigurate cuprindeau, la finele anului 1969, acțiuni ordinare în valoare de 181 de miliarde $; dacă adăugăm la acestea acțiunile ordinare din conturile gestionate de consilierii financiari, plus cele 56 de miliarde $ cât reprezintă activele fondurilor mutuale şi ale celor similare, trebuie

* În intervale de cel mult 10 ani, randamentele indicelui Dow şi cele ale indicelui S & P 500 pot diferi destul de mult. Pe parcursul duratei tipice a unei investiții însă – adică între 25 şi 50 de ani – randamentele lor înclină să fie destul de apropiate.

Scanned with OKEN Scanner

precum şi anilor 1969 şi 1970. De asemenea, prezentăm media rezultatelor, calculată pe baza sumei rezultatelor câte unui titlu de la fiecare dintre cele zece fonduri. Aceste societăți aveau, la sfârşitul lui 1969, active totale de peste 15 miliarde $, adică circa o treime din valoarea activelor tuturor fondurilor de acțiuni ordinare. Astfel, ele ar trebui să fie destul de reprezentative pentru sectorul respectiv. (Teoretic, în acest caz ar trebui să predomine rezultatele peste media sectorului, deoarece aceste societăți mai performante ar fi fost îndreptățite să înregistreze o expansiune mai rapidă decât celelalte; practic, este posibil ca lucrurile să nu stea aşa.)

Din acest tabel se pot desprinde unele aspecte interesante. În primul rând, constatăm că rezultatele generale ale acestor zece fonduri în perioada 1961-1970 nu s-au deosebit foarte mult de cele ale indicelui compozit Standard & Poor's 500 (sau ale indicelui industrial S & P 425). Ele au fost însă categoric mai bune decât cele ale DJIA. (Acest lucru ridică interesanta problemă a cauzelor pentru care cei 30 de giganți din coşul DJIA au avut un randament mai slab decât coşul mult mai mare şi aparent destul de pestriț folosit de Standard & Poor's.)* Un al doilea aspect este acela că, în ultimii cinci ani față de cei cinci ani anteriori, randamentul agregat al fondurilor s-a îmbunătățit oarecum în comparație cu cel al indicelui S & P. Câştigul obținut de fonduri a fost ceva mai mic decât cel al S & P în 1961-1965 şi ceva mai mare în 1966-1970. Al treilea aspect este acela că există o mare diferență între rezultatele fondurilor individuale.

Nu credem că sectorul fondurilor mutuale poate fi criticat pentru faptul că nu se descurcă mai bine decât piața în ansamblu. Administratorii lor şi concurenții lor profesioniști administrează o parte atât de mare a acțiunilor ordinare vandabile, încât ceea ce i se întâmplă pieței în general trebuie neapărat să li se-ntâmple (aproximativ) tuturor fondurilor. (De remarcat că activele fiduciare ale băncilor comerciale asigurate cuprindeau, la finele anului 1969, acțiuni ordinare în valoare de 181 de miliarde $; dacă adăugăm la acestea acțiunile ordinare din conturile gestionate de consilierii financiari, plus cele 56 de miliarde $ cât reprezintă activele fondurilor mutuale şi ale celor similare, trebuie

---

* În intervale de cel mult 10 ani, randamentele indicelui Dow şi cele ale indicelui S & P 500 pot diferi destul de mult. Pe parcursul duratei tipice a unei investiții însă – adică între 25 şi 50 de ani – randamentele lor înclină să fie destul de apropiate.

Scanned with OKEN Scanner

să conchidem că deciziile tuturor acestor profesionişti determină într-o măsură destul de mare oscilaţiile indicilor bursieri şi că oscilaţia indicilor bursieri determină într-o măsură destul de mare rezultatele de ansamblu ale fondurilor.)

Există fonduri cu performanţe peste medie şi le poate alege investitorul pentru a obţine el însuşi rezultate superioare? Este evident că nu toţi investitorii ar putea face asta, pentru că, în acest caz, ne-am întoarce repede de unde am pornit, nimeni nefiind mai performant decât ceilalţi. Să analizăm pentru început această chestiune într-o manieră simplificată. De ce n-ar trebui investitorul să determine ce fond a obţinut rezultatele cele mai bune într-o perioadă anterioară suficient de lungă, să deducă astfel că administraţia acestuia este cea mai capabilă, iar în viitor va obţine prin urmare performanţe peste medie, şi el să-şi plaseze banii la acel fond? Ideea pare a fi cu atât mai realizabilă cu cât, în cazul fondurilor mutuale, el ar putea beneficia de „administraţia cea mai capabilă" fără să plătească un preţ mai mare în raport cu cel plătit în cazul altor fonduri. (În schimb, dintre companiile care nu fac investiţii de capital, cele foarte bine administrate practică preţuri mari în raport cu profiturile şi activele lor.)

Dovezile referitoare la acest aspect au fost contradictorii de-a lungul anilor. Tabelul 9-1, care cuprinde date cu privire la cele mai mari zece fonduri, indică însă că rezultatele înregistrate de primele cinci performere în perioada 1961-1965 s-au repetat *în general* în perioada 1966-1970, chiar dacă două dintre acestea nu au obţinut rezultate la fel de bune ca acelea obţinute de două dintre celelalte cinci. Studiile noastre indică faptul că persoana care investeşte în titluri ale fondurilor mutuale poate să ia în consideraţie rezultatele obţinute într-o perioadă anterioară, să zicem de cel puţin cinci ani, *cu condiţia* ca datele să nu indice o netă tendinţă ascendentă a pieţei în ansamblu. În ultimul caz, se pot obţine rezultate deosebit de favorabile pe căi neconvenţionale – după cum vom demonstra în secţiunea următoare, dedicată fondurilor de „performanţă". Rezultatele respective în sine pot indica doar faptul că administratorii de fonduri îşi asumă riscuri speculative exagerat de mari şi reuşesc, *deocamdată*, să obţină câştiguri pe măsură.

Scanned with OKEN Scanner

Fondurile de „performanță"

Unul dintre noile fenomene ale ultimilor ani l-a constituit naşterea cultului „performanței" în administrarea fondurilor de investiții (şi chiar a multor fonduri fiduciare). Trebuie să începem această secțiune prin a vă avertiza că cele spuse aici nu se aplică marii majorități a fondurilor consacrate, ci doar unei părți relativ mici a sectorului, care a atras o atenție disproporționat de mare. Povestea este destul de simplă. Câteva dintre fondurile în cauză şi-au propus să obțină rezultate mult mai bune decât media (sau decât DJIA). O vreme, au reuşit să facă asta, atrăgând o publicitate considerabilă şi alte fonduri spre gestiune. Scopul era unul destul de legitim; din păcate, se pare că, în contextul investirii unor capitaluri realmente considerabile, acesta nu poate fi realizat fără asumarea unor riscuri considerabile. Iar într-un timp destul de scurt, riscurile asumate au produs urmări nefaste.

Câteva dintre circumstanțele în care s-a manifestat fenomenul „performanței" au provocat serioase îndoieli acelora dintre noi cu o experiență îndelungată – mergând chiar până în anii 1920 – ale căror opinii, tocmai de aceea, erau considerate învechite şi fără legătură cu această (a doua) „Nouă Eră". În primul rând, şi legat tocmai de acest aspect, trebuie spus că aproape toți aceşti performeri extraordinari erau tineri – de treizeci-patruzeci de ani – a căror experiență financiară directă se limita la perioada cu o creştere aproape continuă a pieței din anii 1948-1968. În al doilea rând, ei au acționat de multe ori ca şi cum o „investiție viabilă" însemna o acțiune care avea mari şanse să crească semnificativ la bursă în următoarele luni. Aceasta a făcut să se investească masiv în afaceri mai tinere şi mai riscante la prețuri complet disproporționate față de valoarea activelor sau de profiturile înregistrate de acestea. Investițiile respective nu se puteau „justifica" decât printr-o combinație de speranțe naive legate de realizările viitoare ale acestor întreprinderi şi o perspicacitate aparentă în ceea ce priveşte exploatarea entuziasmului speculativ al publicului neinformat şi lacom.

În această secțiune nu vom da nume de persoane. Avem însă toate motivele să dăm exemple concrete de companii. „Fondul de performanță" aflat cel mai mult în atenția publicului a fost fără îndoială Manhattan Fund, Inc., creat la sfârşitul lui 1965. Prima ofertă a acestuia a cuprins 27 de milioane de titluri la un preț de 9,25-10 $. Societatea a pornit cu un capital de 247 de milioane $. Principalul său obiectiv era, bineînțeles, obținerea de profit din operațiunile de capital.

Scanned with OKEN Scanner

Majoritatea fondurilor sale erau investite în titluri care se vindeau la un preț de multe ori mai mare decât profitul curent, care nu aduceau dividende (ori aduceau dividende foarte mici), cu mulți clienți interesați de speculații și cu oscilații spectaculoase ale prețului. Fondul a realizat un câștig total de 38,6% în 1967, față de 11% cât a realizat indicele compozit S & P. După aceea însă, performanțele sale au lăsat mult de dorit, după cum se observă în tabelul 9-2.

Portofoliul Manhattan Fund de la sfârșitul anului 1969 era, cel puțin, unul neconvențional. Este extraordinar faptul că două dintre cele mai mari investiții ale acestuia erau în companii care, șase luni mai târziu, au cerut intrarea în faliment, iar o a treia a trebuit să satisfacă pretențiile creditorilor în 1971. Un alt lucru extraordinar este acela că acțiunile a cel puțin una dintre aceste companii condamnate erau cumpărate nu doar de fonduri de investiții, ci și de fonduri ale fundațiilor universitare, departamente fiduciare ale unor mari instituții bancare și alte organizații asemănătoare.* Un al treilea lucru extraordinar a fost acela că administratorul-fondator al Manhattan Fund și-a vândut acțiunile pe care le avea la o altă companie de investiții unui alt mare concern pentru suma de peste 20 de milioane $; la acea vreme, compania respectivă de investiții avea active în valoare de mai puțin de 1 milion $. Este fără îndoială una dintre cele mai mari discrepanțe din toate timpurile între rezultatele „administratorului" și rezultatele celor „administrați".

---

* Una dintre „companiile condamnate" la care se referă Graham era National Student Marketing Corp., o șmecherie mascată sub niște acțiuni, a cărei poveste a fost spusă într-o manieră strălucită de Andrew Tobias în cartea *The Funny Money Game* (Playboy Press, New York, 1971). Printre investitorii presupuși rafinați care au fost păcăliți de charismaticul fondator al NSM, Cort Randell, s-au numărat fondurile fundațiilor de la Cornell și Harvard, precum și departamentele fiduciare ale unor bănci prestigioase precum Morgan Guaranty și Bankers Trust.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 9-2. Portofoliul și rezultatele unui fond de performanță
(Plasamentele mai importante ale Manhattan Fund la 31 decembrie 1969)

Acțiuni deținute (mii)	*Emitent*	*Preț ($)*	*Profit în 1969 ($)*	*Dividend în 1969 ($)*	*Valoare de piață (milioane $)*
60	Teleprompter	99	0,99	nu	6,0
190	Deltona	60½	2,32	nu	11,5
280	Fedders	34	1,28	0,35	9,5
105	Horizon Corp.	53½	2,68	nu	5,6
150	Rouse Co.	34	0,07	nu	5,1
130	Mattel Inc.	64¼	1,11	0,20	8,4
120	Polaroid	125	1,90	0,32	15,0
244[a]	Nat'l Student Mkt'g	28½	0,32	nu	6,1
56	Telex Corp.	90½	0,68	nu	5,0
100	Bausch & Lomb	77¾	1,92	0,80	7,8
190	Four Seasons Nursing	66	0,80	nu	12,3[b]
20	Int. Bus. Machines	365	8,21	3,60	7,3
41,5	Nat'l Cash Register	160	1,95	1,20	6,7
100	Saxon Ind.	109	3,81	nu	10,9
105	Career Academy	50	0,43	nu	5,3
285	King Resources	28	0,69	nu	8,1
					130,6
				Alte acțiuni ordinare	93,8
				Alte plasamente	19,6
				Total investiții[c]	244,0

[a] După o scindare în raportul de 2 la 1.
[b] Plus 1,1 milioane $ în acțiuni ale filialelor.
[c] Exclusiv echivalente de numerar.

Rezultatele anuale comparate cu valorile indicelui compozit S & P

	1966	*1967*	*1968*	*1969*	*1970*	*1971*
Manhattan Fund	–6%	+38,6%	–7,3%	–13,3%	–36,9%	+9,6%
Indicele S & P	–10,1%	+23,0%	+10,4%	–8,3%	+3,5%	+13,5%

Într-o carte apărută la sfârșitul lui 1969[2] erau prezentate portretele a nouăsprezece persoane „care sunt pe primele locuri la jocul solicitant al gestionării a miliarde de dolari din averea altora". În rezumat ni se mai spunea că „sunt tineri... unii câștigă peste un milion

de dolari pe an... sunt o nouă specie de capitaliști... sunt complet fascinați de bursă... și se pricep de minune să iasă învingători". Cititorul își poate face o idee destul de bună despre realizările acestui grup de frunte studiind rezultatele publicate de fondurile pe care le gestionează. Rezultatele respective sunt disponibile pentru fondurile administrate de 12 dintre cele 19 persoane prezentate în *The Money Managers*. Lucru destul de obișnuit, ele arătau bine în 1966 și excelent în 1967. În 1968, performanțele lor erau încă destul de bune în general, dar difereau de la un fond la altul. În 1969, toate au înregistrat pierderi, unul singur reușind să se descurce mai bine decât indicele compozit S & P. În 1970, rezultatele lor privite comparativ erau și mai slabe ca în 1969.

Am prezentat această imagine cu scopul de a trage o învățătură, care este, probabil, cel mai bine exprimată prin vechiul proverb franțuzesc *„plus ça change, plus c'est la même chose"*. Din vremuri imemoriale, oameni străluciți, energici – de regulă foarte tineri – promit să facă minuni cu „banii altora". De regulă, ei reușesc să facă acest lucru o vreme – sau cel puțin să dea impresia că fac asta – pentru ca, până la urmă, să producă în mod inevitabil pierderi propriilor clienți.* Cam cu o jumătate de secol în urmă, „minunile" erau adeseori însoțite de manipulări flagrante, furnizarea de informații înșelătoare despre situația firmei, structuri monstruoase de capitalizare și alte practici financiare semifrauduloase. Toate acestea au determinat elaborarea de către SEC a unui sistem complex de măsuri financiare de control, ca și adoptarea de către marele public a unei atitudini precaute față de acțiunile ordinare. Operațiunile noilor „agenți de investiții" din 1965-1969 au venit după puțin mai mult de o generație de la escrocheriile din 1926-1929.* Nu s-a mai apelat la malversațiunile

---

* Ca dovadă recentă a faptului că „cu cât lucrurile se schimbă mai mult, cu atât rămân mai neschimbate", să ne gândim că Ryan Jacob, un băiat-minune de 29 de ani, a înființat Jacob Internet Fund la sfârșitul lui 1999, după ce a realizat un randament de 216% cu fondul său anterior de pe Internet. Investitorii au băgat aproape 300 de milioane $ în fondul lui Jacob în primele săptămâni ale anului 2000. După care, acesta a pierdut 79,1% în 2000, 56,4% în 2001 și 13% în 2002 – o prăbușire totală de 92%. Se poate ca această pierdere să-i fi îmbătrânit și să-i fi făcut mai înțelepți pe investitorii domnului Jacob decât pe el însuși.

* Interesant este că dezastruoasa perioadă de avânt și prăbușire din 1999-2002 a venit tot după aproximativ 35 de ani de la ultimul ciclu al nebuniei.

Scanned with OKEN Scanner

interzise după crahul din 1929 – din cauza lor, riscai să faci puşcărie. În multe colțuri de pe Wall Street însă, ele au fost înlocuite cu instrumente şi trucuri mai noi care, până la urmă, au produs rezultate foarte asemănătoare. Manipularea directă a prețurilor a dispărut, însă existau multe alte metode de atragere a atenției publicului credul spre posibilitățile de câştig oferite de titlurile „foarte căutate". Pachete de „acțiuni neînregistrate"[3] puteau fi cumpărate cu mult sub prețul cotat la bursă, vânzarea lor fiind supusă unor restricții necunoscute; ele puteau fi trecute imediat în rapoarte la valoarea lor de piață, rezultând astfel un frumos şi iluzoriu profit. Şi aşa mai departe. Este extraordinar felul în care, în condiții cu totul diferite, cu reglementări şi interdicții, comunitatea financiară a reuşit să facă atâtea excese şi erori întâlnite în anii 1920.

Fără îndoială că vor fi adoptate reglementări şi interdicții noi. Abuzurile specifice de la sfârşitul anilor 1960 vor fi eliminate, aşa cum şi trebuie, de pe Wall Street. Probabil însă că ar fi prea mult să ne aşteptăm ca impulsul speculativ să dispară vreodată sau ca exploatarea acestui impuls să poată fi vreodată abolită. Este datoria investitorului inteligent să cunoască aceste „Iluzii populare extraordinare"[4] şi să se țină cât mai departe de ele.

Impresia produsă de majoritatea fondurilor de performanțe este una proastă dacă ne uităm la ce s-a întâmplat *după* ascensiunea lor spectaculoasă din 1967. Luând în calcul şi cifrele din 1967, rezultatele lor de ansamblu nu sunt deloc dezastruoase. Ținând cont de acestea, un operator din grupul „Agenților de Investiții" a obținut rezultate ceva mai bune decât indicele compozit S & P, trei au obținut rezultate evident mai slabe, iar şase au obținut cam aceleaşi rezultate. Pentru siguranță, să luăm un alt grup de fonduri de performanță – cele zece care au dat cele mai bune rezultate în 1967, cu câştiguri variind între 84% şi 301% numai în acel an. Dintre acestea, patru au dat un randament general mai bun pe o perioadă de patru ani în comparație cu indicele S & P, incluzând şi câştigurile din 1967, iar două au depăşit indicele în 1968-1970. Niciunul dintre fondurile respective nu avea un capital important, valoarea medie a acestuia fiind de circa 60

Poate că va trebui să treacă circa 35 de ani pentru ca investitorii care țin minte ultima euforie a „Noii Economii" să aibă mai puțină influență decât cei care n-o țin minte. Dacă această deducție este corectă, investitorul inteligent ar trebui să fie deosebit de vigilent în jurul anului 2030.

de milioane $. Astfel, sunt motive solide să credem că dimensiunea mai redusă joacă un rol determinant în obținerea unor rezultate remarcabile pe termen lung.

Cele spuse mai înainte duc la concluzia implicită că administratorii fondurilor de investiții care caută să realizeze performanțe superioare își asumă riscuri deosebite. Tot ceea ce s-a întâmplat pe piața de capital până acum indică faptul că fondurile mari, administrate corespunzător pot produce în cel mai bun caz doar rezultate cu puțin superioare mediei înregistrate de-a lungul anilor. Dacă sunt administrate necorespunzător, ele pot produce o vreme câștiguri spectaculoase, dar în mare măsură iluzorii, urmate în mod inevitabil de pierderi dezastruoase. Au existat fonduri care au depășit în mod constant performanțele medii ale pieței vreme de, să zicem, zece ani sau mai mult. Acestea au fost însă excepții rare, care au operat în domenii specializate, cu limite autoimpuse în privința capitalului utilizat – și care nu și-au vândut titlurile în mod agresiv marelui public.*

Fondurile închise și fondurile deschise

Aproape toate fondurile mutuale sau fondurile deschise, care le dau membrilor dreptul de a încasa contravaloarea titlurilor în orice zi la prețul din ziua respectivă, dispun de un mecanism corespunzător de vânzare a unor titluri noi. Astfel, majoritatea lor a crescut în dimensiune de-a lungul anilor. Societățile închise, aproape toate create cu mult timp în urmă, au o structură fixă a capitalului și astfel volumul relativ al operațiunilor acestora este mai mic. Societățile deschise își vând titlurile prin intermediul multor mii de agenți de vânzări energici și convingători, în timp ce distribuția titlurilor societăților închise nu interesează pe nimeni în mod deosebit. Așa se face că majoritatea titlurilor „fondurilor mutuale" s-au putut vinde publicului cu un adaos fix (agio) de circa 9% la valoarea activelor nete (pentru a acoperi

---

* Echivalentul de astăzi al „excepțiilor rare" de care amintește Graham par a fi fondurile deschise care sunt închise noilor investitori – ceea ce înseamnă că managerii au încetat să mai atragă alte lichidități. Deși acest lucru duce la scăderea taxelor de administrare pe care le încasează, el maximizează câștigurile pe care le pot încasa acționarii existenți. Pentru că majoritatea managerilor de fonduri preferă să caute pe Nr. 1 în loc să fie Nr. 1, închiderea unui fond pentru alți investitori este o măsură rară și curajoasă.

Scanned with OKEN Scanner

cheltuielile cu comisioanele plătite agenților de vânzări etc.), în vreme ce majoritatea titlurilor fondurilor închise s-au putut cumpăra în mod constant la prețuri *sub* valoarea activelor acestora. Acest disagio a variat de la o societate la alta, așa cum și nivelul mediu al acestuia a variat de la o zi la alta. Datele referitoare la acest aspect pentru perioada 1961-1970 sunt prezentate în tabelul 9-3.

Nu trebuie să fii foarte perspicace ca să tragi concluzia că prețul relativ scăzut al titlurilor fondurilor închise în raport cu cel al titlurilor fondurilor deschise are o foarte mică legătură cu diferența dintre rezultatele investițiilor făcute de cele două categorii de fonduri. Faptul că această concluzie este adevărată rezultă din compararea rezultatelor anuale obținute în perioada 1961-1970 de cele două categorii, conform tabelului 9-3.

TABELUL 9-3. Date despre fondurile închise, fondurile mutuale și indicele compozit S & P

Anul	*Disagio mediu al fondurilor închise (%)*	*Rezultate medii ale fondurilor închise[a] (%)*	*Rezultate medii ale fondurilor mutuale de acțiuni[b] (%)*	*Rezultate ale indicelui S & P[c] (%)*
1970	– 6	uniforme	– 5,3	+ 3,5
1969		– 7,9	–12,5	– 8,3
1968	(+ 7)[d]	+13,3	+15,4	+10,4
1967	– 5	+28,2	+37,2	+23,0
1966	–12	– 5,9	– 4,1	–10,1
1965	–14	+14,0	+24,8	+12,2
1964	–10	+16,9	+13,6	+14,8
1963	– 8	+20,8	+19,3	+24,0
1962	– 4	–11,6	–14,6	– 8,7
1961	– 3	+23,6	+25,7	+27,0
Media pe 10 ani:		+ 9,14	+ 9,95	+ 9,79

[a] Media Wiesenberger pentru zece fonduri diversificate.

[b] Media a cinci medii Wiesenberger calculate anual pentru fondurile de acțiuni ordinare.

[c] În toate cazurile, distribuțiile sunt readăugate.

[d] Agio.

Ajungem astfel la una dintre puținele reguli foarte clare pe care trebuie să le respecte investitorii. Dacă vreți să băgați bani în fondurile

de investiţii, cumpăraţi câteva titluri la fonduri închise cu un disagio cuprins, de pildă, între 10% şi 15% din valoarea activelor, în loc să plătiţi un adaos de circa 9% la valoarea activelor atunci când cumpăraţi titluri la un fond deschis. Presupunând că, în viitor, dividendele şi variaţiile valorii activelor continuă să fie cam aceleaşi pentru ambele categorii de titluri, veţi obţine astfel un câştig cam cu o cincime mai mare din banii investiţi în fondurile închise.

Agentul de vânzări al unui fond mutual va veni însă repede cu argumentul: „A, dar dacă ai titluri la un fond închis, nu vei şti niciodată cu siguranţă la ce preţ le poţi vinde. Disagioul poate fi mai mare decât este astăzi şi vei avea de pierdut din cauza diferenţei mai mari. Titlurile noastre îţi garantează dreptul de a le vinde la 100% din valoarea activelor, niciodată la o valoare mai mică." Să analizăm puţin acest argument; va fi un bun exerciţiu de logică şi simţ practic. Întrebare: presupunând că disagioul la titlurile fondurilor închise se măreşte, ce şanse sunt să câştigaţi mai puţin investind în acestea decât investind o sumă altminteri echivalentă în titlurile fondurilor deschise?

Trebuie să facem o mică socoteală. Să presupunem că investitorul A cumpără nişte titluri ale unui fond deschis la 109% din valoarea activelor, iar investitorul B cumpără titluri ale unui fond închis la 85% din aceasta, plus un comision de 1½%. Ambele pachete de titluri aduc un câştig de 30% din această valoare a activelor în, să zicem, patru ani, şi ajung să aibă la sfârşit aceeaşi valoare ca la început. Investitorul A îşi răscumpără titlurile la 100% din valoare, pierzând agioul de 9% pe care l-a plătit. Câştigul său total aferent perioadei respective este de 30% minus 9%, 21% din valoarea activelor. Acesta reprezintă 19% din investiţia sa. Ce câştig trebuie să realizeze investitorul B din titlurile sale pentru a obţine acelaşi randament al investiţiei ca investitorul A? Răspunsul este „73%", adică un disagio de 27% din valoarea activelor. Cu alte cuvinte, disagioul titlurilor fondului închis ar trebui să se mărească cu 12 puncte (aproape de două ori) pentru ca randamentul realizat de cel care a investit în acestea să coboare la nivelul celui realizat de investitorul într-un fond deschis. O schimbare nefavorabilă de această amplitudine s-a petrecut rareori, dacă s-a petrecut vreodată, în istoria fondurilor închise. De aceea, este foarte puţin probabil ca dumneavoastră să obţineţi un câştig total mai mic de la o societate închisă (reprezentativă), cumpărând cu un disagio, dacă randamentul investiţiilor sale este aproximativ egal cu cel al unui fond

Scanned with OKEN Scanner

mutual reprezentativ. Dacă un fond cu speze mici (sau fără speze) ia locul unuia cu speze obişnuite, de 8½%, avantajul oferit de investiţia într-un fond închis se diminuează desigur, dar rămâne un avantaj.

TABELUL 9-4. Rezultatele medii ale unor fonduri diversificate închise (1961-1970)[a]

	1970	*5 ani (1966-1970)*	*1961-1970*	*Agio sau disagio, decembrie 1970*
Trei fonduri care vând cu agio	–5,2%	+25,4%	+115,0%	11,4% agio
Zece fonduri care vând cu disagio	+1,3%	+22,6%	+102,9%	9,2% disagio

[a] Date furnizate de Wiesenberger Financial Services.

Faptul că câteva fonduri închise vând cu *agiouri* mai mari decât taxa reală de 9% percepută de majoritatea fondurilor mutuale ridică o altă întrebare pentru investitor. Beneficiază aceste societăţi de o administraţie superioară, care şi-a demonstrat suficient valoarea, pentru a justifica practicarea unor preţuri mai mari? Dacă se compară rezultatele din ultimii cinci sau zece ani, răspunsul ar părea să fie negativ. Trei dintre cele şase societăţi care lucrează cu agio fac în primul rând investiţii străine. O caracteristică frapantă a acestora este variaţia semnificativă a preţurilor pe parcursul câtorva ani; la sfârşitul lui 1970, una vindea la numai un sfert din valoarea maximă, alta la o treime, iar alta la mai puţin de jumătate. Dacă ne gândim la cele trei societăţi interne care vând la un preţ peste valoarea activelor, constatăm că media câştigurilor totale pe zece ani ale acestora este ceva mai mare decât cea a zece fonduri cu disagio, dar în ultimii cinci ani situaţia a stat invers. În tabelul 9-5 sunt comparate rezultatele înregistrate în 1961-1970 de Lehman Corp. şi General American Investors, două dintre cele mai vechi şi mai mari societăţi închise de la noi. La sfârşitul anului 1970, una dintre ele vindea cu 14% peste, iar cealaltă cu 7,6% sub valoarea activelor nete proprii. Diferenţa existentă între valorile raportului preţ-activ net nu pare a fi justificată conform acestor date.

Scanned with OKEN Scanner

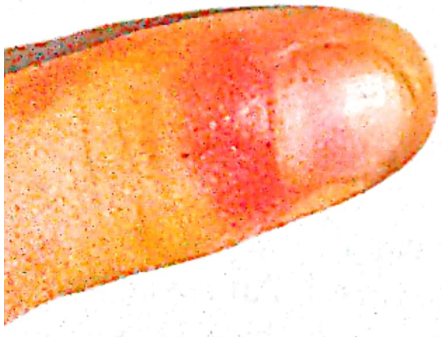
TABELUL 9-5. Comparație între două mari societăți închise[a]

	1970	*5 ani (1966-1970)*	*1961-1970*	*Agio sau disagio, decembrie 1970*
General Am. Investors Co.	–0,3%	+34,0%	+165,6%	7,6% disagio
Lehman Corp.	–7,2%	+20,6%	+108,0%	13,9% agio

[a] Date furnizate de Wiesenberger Financial Services.

Investiția în fonduri echilibrate

Cele 23 de fonduri echilibrate cuprinse în Raportul Wiesenberger aveau între 25% şi 59% din active investite în acțiuni privilegiate şi obligațiuni, media fiind de numai 40%. Echilibrul era păstrat în cazul acțiunilor ordinare. Investitorului tipic i s-ar părea mai logic să facă direct aceste investiții în obligațiuni, în loc ca ele să facă obiectul unui aranjament cu un fond mutual. Venitul mediu adus de aceste fonduri echilibrate în 1970 a fost de numai 3,9% pe an din valoarea activelor sau 3,6% din prețul de ofertă. Cea mai bună alegere în ceea ce privește partea formată din obligațiuni a portofoliului investitorului ar fi să se cumpere obligațiuni americane de tezaur pentru economii, obligațiuni corporatiste cotate A sau mai bine, ori obligațiuni neimpozabile.



Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 9

Învățătorul îl întreabă pe Billy Bob: „Dacă ai douăsprezece oi şi una sare gardul, câte oi îți mai rămân?"

Billy Bob răspunde: „Niciuna."

„Ei poftim," spune învățătorul, „sunt sigur că nu ştii scăderea."

„Poate că nu", răspunde Billy Bob, „dar sunt foarte sigur că-mi ştiu oile."

Povestită de prof. Henry T.C. Hu de la Şcoala de Drept a Universității Texas

APROAPE PERFECTE

Creație pur americană, fondul mutual a fost introdus în 1924 de un fost vânzător de cratițe şi tigăi din aluminiu pe nume Edward G. Leffler. Plasamentele în fonduri mutuale sunt foarte ieftine, foarte convenabile, în general diversificate, administrate de profesionişti şi strict reglementate prin unele dintre cele mai severe prevederi ale legislației federale din domeniul valorilor mobiliare. Prin faptul că, datorită lor, investițiile au devenit un lucru simplu, pe care şi-l poate permite aproape oricine, fondurile au atras circa 54 de milioane de familii americane (şi alte milioane din întreaga lume) pe piața de capital – probabil cel mai mare progres realizat vreodată în democrația financiară.

Fondurile mutuale nu sunt însă perfecte; sunt *aproape* perfecte, iar acest cuvânt face toată diferența. Din cauza imperfecțiunilor, majoritatea fondurilor obțin rezultate mai slabe decât piața, percep comisioane prea mari investitorilor, creează probleme fiscale şi înregistrează oscilații imprevizibile din punctul de vedere al rezultatelor. Investitorul inteligent trebuie să aleagă fondurile cu mare grijă, pentru a nu ajunge să posede o grămadă de titluri diferite.

ÎN FRUNTEA PREFERINȚELOR

Majoritatea investitorilor cumpără pur şi simplu titluri ale unui fond care creşte cu repeziciune, pornind de la ideea că acesta va continua să crească. Şi de ce nu? Psihologii au demonstrat că oamenii au o tendință înnăscută să creadă că ceea ce se va întâmpla pe termen lung poate fi prevăzut pornind chiar de la o serie scurtă de rezultate. În plus, ştim din experiență că unii instalatori sunt mult mai buni decât alții, că unii jucă-

Scanned with OKEN Scanner

tori de baseball au mult mai multe şanse să marcheze puncte, că la restaurantul nostru preferat se serveşte mereu mâncare de foarte bună calitate şi că elevii deştepți primesc mereu note bune. Priceperea, inteligența şi străduania sunt recunoscute, sunt răsplătite – şi se regăsesc întotdeauna – pretutindeni. Deci, dacă un fond bate piața, intuiția ne spune să ne aşteptăm ca el să continue să obțină rezultate superioare.

Din păcate, pe piețele financiare, norocul este mai important decât priceperea. Dacă un administrator se întâmplă să fie în locul potrivit de pe piață la momentul potrivit, va părea un om inteligent – de foarte multe ori însă, ceea ce era fierbinte se răceşte brusc, iar coeficientul de inteligență al administratorului pare a coborî la 50 de puncte. În figura 9-1 se prezintă ce anume s-a întâmplat cu cele mai „fierbinți" fonduri din 1999.

Acest lucru ne aminteşte însă încă o dată că sectorul cel mai fierbinte al pieței – în 1999, acesta a fost tehnologia – devine adeseori la fel de rece precum azotul lichid, cu o viteză amețitoare şi fără niciun avertisment.[1] Şi ne mai aminteşte că a cumpăra titluri emise de fonduri doar în virtutea performanțelor lor din trecut este unul dintre cele mai stupide lucruri pe care le poate face un investitor. Specialiştii în piețe de capital studiază rezultatele fondurilor mutuale de cel puțin o jumătate de secol, fiind practic de aceeaşi părere în câteva aspecte:

- fondul cu rezultate medii nu alege acțiuni cu un randament suficient de mare, care să-i permită să acopere costurile de cercetare şi să le tranzacționeze;
- cu cât cheltuielile fondului sunt mai mari, cu atât mai mici sunt randamentele lui;
- cu cât un fond îşi tranzacționează mai des acțiunile, cu atât mai puțin tinde să câştige;
- fondurile puternic volatile, care urcă şi coboară mai mult decât media, au şanse mari să rămână volatile;
- fondurile cu randamente mari în trecut nu au şanse mari să obțină asemenea rezultate multă vreme.[2]

---

[1] Există încă din anii 1920 fonduri sectoriale specializate în tot felul de domenii. După aproape 80 de ani, dovezile sunt covârşitoare: cel mai profitabil, şi astfel cel mai popular, sector dintr-un anumit an se dovedeşte a da adeseori în anul următor rezultatele cele mai slabe. Aşa cum trândăvia este muma tuturor răutăților, fondurile sectoriale sunt răzbunarea investitorului.

[2] Studiile referitoare la rezultatele fondurilor mutuale sunt prea numeroase pentru a cita câteva. Rezumate şi legături utile se pot găsi la www.investorhome.com/mutual.htm#do, www.ssrn.com (introduceți „mutual fund" în fereastra de căutare) şi www.stanford.edu/~wfsharpe/art/art.htm.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 9-1. Clubul celor care au dat-o complet în bară

Fondul	Randamentul total (%)				Valoarea la 31.12.2002 a sumei de 10.000 $ investite pe 1.01.1999 ($)
	1999	2000	2001	2002	
Van Wagoner Emerging Growth	291,2	–20,9	–59,7	–64,6	4.419
Monument Internet	273,1	–56,9	–52,2	–51,2	3.756
Amerindo Technology	248,9	–64,8	–50,8	–31,0	4.175
PBHG Technology & Communications	243,9	–43,7	–52,4	–54,5	4.198
Van Wagoner Post-Venture	237,2	–30,3	–62,1	–67,3	2.907
ProFunds Ultra OTC	233,2	–73,7	–69,1	–69,4	829
Van Wagoner Technology	223,8	–28,1	–61,9	–65,8	3.029
Thurlow Growth	213,2	–56,0	–26,1	–31,0	7.015
Firsthand Technology Innovators	212,3	–37,9	–29,1	–54,8	6.217
Janus Global Technology	211,6	–33,7	–40,0	–40,9	7.327
Indicele Wilshire 5000 (al întregii piețe bursiere)	23,8	–10,9	–11,0	–20,8	7.780

Sursa: Lipper.

Notă: Monument Internet a fost ulterior redenumit Orbitex Emerging Technology.

Aceste 10 fonduri au avut rezultate dintre cele mai bune în 1999 – şi, de fapt, unele dintre cele mai bune rezultate anuale din toate timpurile. În următorii trei ani însă au dispărut toate câştigurile uriaşe din 1999 şi mai mult de-atât.

Scanned with OKEN Scanner

Şansele de a alege fonduri cu performanţe superioare pe baza randamentelor acestora din trecut sunt aproape la fel de mari ca şansele ca Bigfoot şi Yeti, Omul Zăpezilor, să-şi facă amândoi apariţia în balerini roz la următorul dumneavoastră cocteil. Cu alte cuvinte, şansele dumneavoastră nu sunt nule – sunt aproape nule. (A se vedea caseta de la pp. 268-269.)

Sunt însă şi câteva lucruri bune. În primul rând, dacă veţi înţelege de ce este atât de greu să găseşti un fond bun, veţi deveni un investitor mai inteligent. În al doilea rând, deşi performanţele din trecut nu anticipează randamentele viitoare, există alţi factori pe care-i puteţi folosi pentru a vă spori şansele de a găsi un fond bun. În fine, titlurile unui fond pot reprezenta o investiţie excelentă chiar dacă nu bat piaţa – oferindu-vă o posibilitate economică de a vă diversifica plasamentele şi de a vă dedica timpul tuturor celorlalte lucruri pe care le-aţi face dacă nu aţi selecta singuri acţiuni.

PRIMUL VA FI CEL DIN URMĂ

De ce fondurile cu rezultate superioare nu rezistă multă vreme?

Cu cât un fond obţine rezultate mai bune, cu atât investitorii lui întâmpină mai multe obstacole:

Migrarea administratorilor. Când cineva care gestionează acţiuni pare a avea atingerea lui Midas, toată lumea îl vrea – inclusiv societăţile financiare rivale. Dacă aţi cumpărat titluri Transamerica Premier Equity Fund pentru a beneficia de abilităţile lui Glen Bickerstaff, care a realizat un câştig de 47,5% în 1997, norocul dumneavoastră a dispărut foarte repede; TCW l-a răpit la mijlocul anului 1998 ca să conducă TCW Galileo Select Equities Fund, iar fondul Transamerica a rămas în urma pieţei în trei dintre următorii patru ani. Dacă aţi cumpărat titluri Fidelity Aggressive Growth Fund la începutul lui 2000 pentru a profita de randamentele mari realizate de Erin Sullivan, care, din 1997, aproape că triplase capitalul investitorilor ei, vai de mine, a plecat spre a pune bazele propriului fond mutual protejat în 2000, iar fostul ei fond a pierdut peste trei sferturi din valoare în următorii trei ani.[3]

Elefantiazisul activelor. Când un fond realizează randamente mari, investitorii observă acest lucru – băgând adeseori, în numai câteva săptămâni, sute de milioane de dolari. Aceasta îi oferă administratorului

---

[3] Nu vrem să spunem că aceste fonduri s-ar fi descurcat mai bine dacă acei administratori-„vedetă" ar fi rămas locului; nu putem spune cu certitudine decât că cele două fonduri s-au descurcat mai rău fără ei.

Scanned with OKEN Scanner

fondului câteva variante – toate rele. Poate păstra acei bani pentru zile negre, dar atunci randamentul scăzut al numerarului va diminua rezultatele fondului dacă acțiunile continuă să crească. Poate plasa noul capital în acțiuni la firme la care deține deja acțiuni – care probabil că au crescut de când le-a cumpărat inițial şi vor deveni puternic supraevaluate dacă el mai bagă alte milioane de dolari. De asemenea, poate cumpăra acțiuni noi pe care nu le-a agreat într-atât încât să le fi cumpărat deja – însă va trebui să le analizeze bine şi să urmărească mult mai multe companii ca înainte.

În fine, când Fondul Abil, care deține 100 de milioane $, investeşte 2% din active (sau 2 milioane $) în Corporația Mărunțiş, ale cărei acțiuni au o valoare totală de piață de 500 de milioane $, el cumpără mai puțin de jumătate de procent din aceasta. Dar dacă, în urma performanțelor superioare, Fondul Abil ajunge la 10 miliarde $, atunci o investiție de 2% din capital ar reprezenta 200 de milioane $ – aproape jumătate din întreaga valoare a Corporației Mărunțiş, un grad de control care nici măcar nu este permis de legislația federală. Dacă managerul de portofoliu al Fondului Abil vrea totuşi să investească în acțiuni ale unor firme de mică valoare, el va trebui să-şi împartă capitalul la un număr mult mai mare de companii – şi probabil că atenția lui va fi împărțită în prea multe direcții.

S-a terminat cu manevrele abile. Unele societăți se specializează în „incubarea" fondurilor proprii, evaluându-le performanțele în particular înainte de a lansa o ofertă publică de titluri. (De regulă, singurii posesori de titluri sunt angajații şi filialele societății gestionare a fondului.) Evitând să le mărească, administratorul poate folosi fondurile incubate pentru a testa strategii riscante care dau cele mai bune rezultate cu sume mici de bani, cum ar fi cumpărarea unor acțiuni emise de firme foarte mici sau tranzacționarea rapidă a ofertelor publice inițiale. Dacă strategia reuşeşte, fondul poate atrage un mare număr de investitori publici anunțând randamentele obținute în particular. Alteori, administratorul fondului „renunță" la taxele de administrare (sau omite să le perceapă), mărind randamentul net – apoi umflă taxele după ce randamentele mari au atras destui clienți. Aproape fără excepție, randamentele fondurilor incubate şi scutite de taxe au atins niveluri mediocre după ce investitorii externi au băgat în ele milioane de dolari.

Creşterea cheltuielilor. Adeseori costă mai mult să tranzacționezi pachete foarte mari de acțiuni decât să tranzacționezi pachete mici; în condițiile existenței unui număr mai mic de cumpărători şi vânzători, este mai greu să realizezi o potrivire. Un fond cu un capital de 100 de milioane $ poate suporta costuri anuale de tranzacționare de 1%. Dar

Scanned with OKEN Scanner

dacă, datorită randamentelor mari, capitalul fondului creşte la 10 miliarde $, tranzacţiile sale ar putea înghiţi cu uşurinţă cel puţin 2% din valoarea activelor. Un fond tipic păstrează în portofoliu acţiunile doar 11 luni, astfel încât costurile de tranzacţionare erodează randamentele asemenea unui acid corosiv. Între timp, celelalte costuri ale administrării unui fond scad rareori – iar uneori chiar cresc – pe măsură ce capitalul creşte. În condiţiile în care cheltuielile de exploatare au o pondere medie de 1,5%, iar costurile de tranzacţionare o pondere de circa 2%, un fond tipic trebuie să bată piaţa cu 3,5 puncte procentuale pe an înainte de scăderea costurilor doar ca să ajungă la nivelul acesteia după scăderea costurilor!

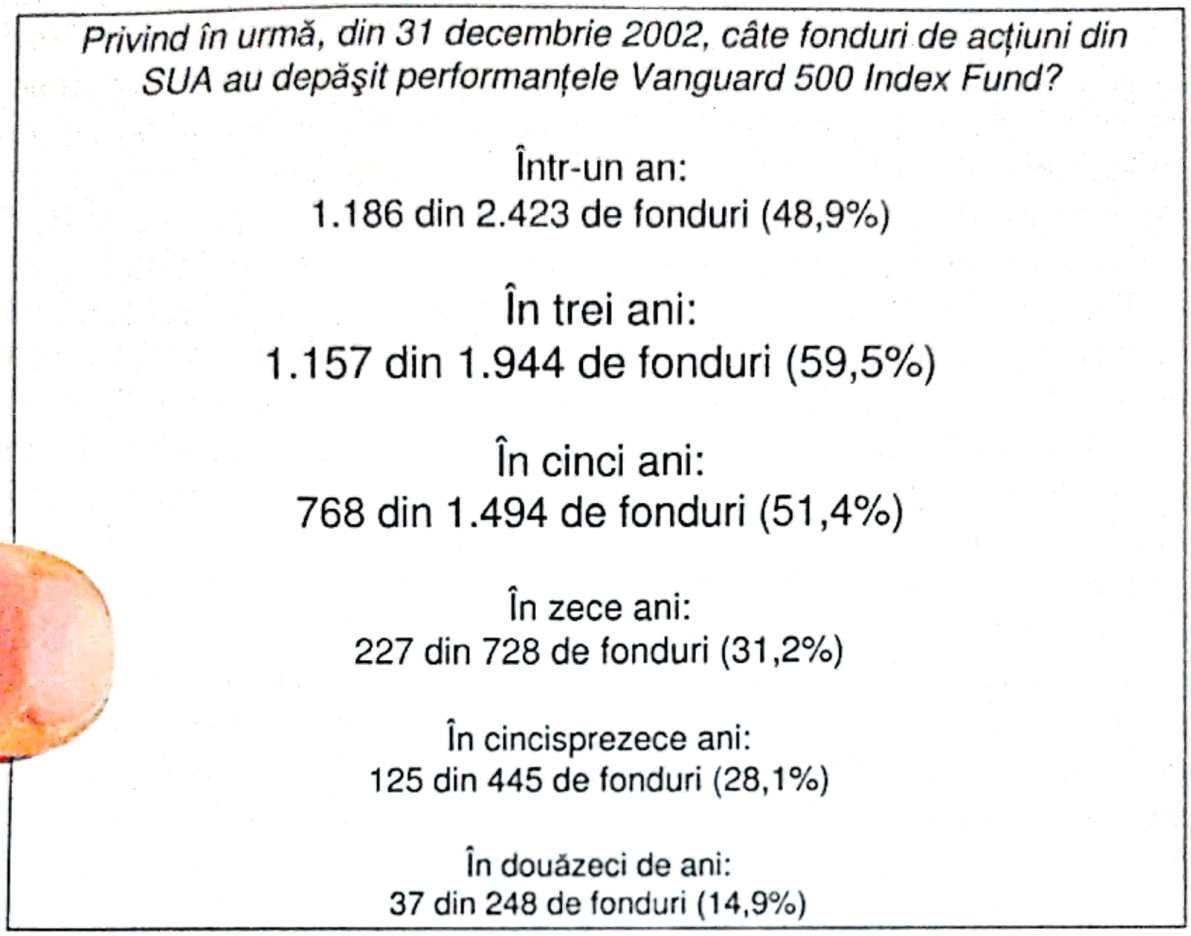
Spiritul de turmă. În fine, din momentul în care un fond are succes, administratorii săi tind să devină timizi şi să imite. Pe măsură ce fondul creşte, taxele pe care le percepe aduc un profit mai mare – ceea ce-i face pe administratori să fie reticenţi la schimbări. Chiar riscurile pe care administratorii şi le-au asumat pentru a obţine randamente mari la început i-ar putea acum alunga pe investitori – punând în pericol tot acel venit substanţial realizat din taxe. Prin urmare fondurile cele mai mari seamănă cu o turmă de oi identice şi peste măsură de grase, mişcându-se toate încet, în acelaşi ritm, behăind toate în acelaşi timp. Aproape toate fondurile în creştere posedă acţiuni Cisco, GE, Microsoft, Pfizer şi Wal-Mart – aproape în aceleaşi proporţii. Acest comportament este atât de des întâlnit, încât specialiştii în finanţe îl numesc pur şi simplu comportament de turmă.[4] Protejându-şi însă venitul din taxe, administratorii de fonduri îşi compromit capacitatea de a realiza randamente superioare pentru investitorii externi.

---

[4] De aici mai putem învăţa ceva: pentru a reuşi, investitorul individual trebuie fie să nu cumpere acţiunile preferate deja de marile instituţii, fie să le păstreze mult mai multă vreme. A se vedea Erik R. Sirri, Peter Tufano, „Costly Search and Mutual Fund Flows", *The Journal of Finance*, vol. 53, nr. 8, octombrie 1998, pp. 1589-1622; Keith C. Brown, W.V. Harlow, Laura Starks, „Of Tournaments and Temptations", *The Journal of Finance*, vol. 51, nr. 1, martie 1996, pp. 85-110; Josef Lakonishok, Andrei Shleifer, Robert Vishny, „What Do Money Managers Do?", material de lucru, Universitatea Illinois, februarie 1997; Stanley Eakins, Stanley Stansell, Paul Wertheim, „Institutional Portfolio Composition", *Quarterly Review of Economics and Finance*, vol. 38, nr. 1, primăvara 1998, pp. 93-110; Paul Gompers, Andrew Metrick, „Institutional Investors and Equity Prices", *The Quarterly Journal of Economics*, vol. 116, nr. 1, februarie 2001, pp. 229-260.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 9-2. Pâlnia performanțelor fondurilor



Sursa: Lipper Inc.

Din cauza costurilor foarte mari şi a comportamentului inadecvat, majoritatea fondurilor n-au reuşit să-şi asigure subzistența. Nu este de mirare că randamentele mari sunt aproape la fel de perisabile ca peştele necongelat. În plus, pe măsură ce timpul trece, povara cheltuielilor exagerat de mari trage tot mai mult în urmă majoritatea fondurilor, după cum se observă în figura 9-2.[5]

Atunci, ce ar trebui să facă investitorul inteligent?

Înainte de toate, să accepte că, pe termen lung, un fond raportat la un indice – care posedă acțiuni la toate firmele cotate la bursă, tot timpul, fără pretenția de a le putea selecta pe „cele mai bune" şi de a le evita pe „cele mai rele" – va bate majoritatea fondurilor. (Dacă firma

[5] Este remarcabil faptul că această ilustrație *subestimează* avantajul de care beneficiază fondurile bazate pe indici, deoarece datele care au stat la baza realizării ei nu includ rezultatele obținute de-a lungul timpului de sute de fonduri care au dispărut în perioadele respective. Evaluat cu mai multă precizie, avantajul indexării ar fi decisiv.

Scanned with OKEN Scanner

dumneavoastră nu prevede plasamente într-un fond cu costuri minime bazat pe un indice în cadrul planului de pensii 401(k), organizați-vă colegii şi cereți să se adauge un asemenea fond.) Cheltuielile minime de regie ale acestuia – costuri de exploatare de 0,2% anual şi costuri de tranzacționare de numai 0,1% anual – îi oferă fondului bazat pe un indice un avantaj insurmontabil. Dacă acțiunile dau, să zicem, un randament anualizat de 7% în următorii 20 de ani, un fond cu costuri minime bazat pe un indice precum Vanguard Total Stock Market va realiza un randament doar cu puțin mai mic de 6,7%. (Acest lucru ar face ca o investiție de 10.000 $ să ajungă să valoreze peste 36.000 $.) Însă fondul tipic de acțiuni, cu cheltuieli de exploatare de 1,5% şi costuri de tranzacționare de circa 2%, va fi norocos dacă va obține un randament anual de 3,5%. (Acest lucru ar face ca o investiție de 10.000 $ să ajungă să valoreze cu puțin sub 20.000 $ – ceea ce înseamnă cu *aproape 50% mai puțin* decât rezultatul obținut de fondul bazat pe indice.)

Fondurile de indici au un singur neajuns semnificativ: sunt plictisitoare. Nu vei putea să mergi niciodată la un grătar şi să te dai mare cu faptul că ai investit în cel mai performant fond din țară. Nu vei putea să te lauzi că ai bătut piața, pentru că obiectivul unui fond bazat de pe un indice este să egaleze randamentul pieței, nu să-l depăşească. Este puțin probabil ca administratorul fondului dumneavoastră bazat pe un indice să „arunce zarurile" şi să parieze pe faptul că următorul domeniu de mare succes va fi teleportarea, website-urile mirositoare ori clinicile telepatice de slăbire; fondul respectiv va deține întotdeauna acțiuni la toate firmele de la bursă, nu doar acțiuni în ceea ce crede un administrator că va fi următorul domeniu de succes. Dar, odată cu trecerea anilor, avantajul pe care-l oferă indexarea din punctul de vedere al costurilor va continua să crească încet, încet. Păstrați-vă titlurile pe care le aveți la un fond bazat pe un indice vreme de cel puțin 20 de ani, investind lunar sume suplimentare, şi veți reuşi aproape sigur să obțineți rezultate mai bune decât cele ale marii majorități a investitorilor profesionişti şi individuali deopotrivă. În ultima parte a vieții, Graham a lăudat fondurile de indici, considerându-le cea mai bună alegere a investitorilor individuali, asemenea lui Warren Buffett.[6]

---

[6] A se vedea Benjamin Graham, *Benjamin Graham: Memoirs of the Dean of Wall Street*, Seymour Chatman, ed. (McGraw-Hill, New York, 1996), p. 273, şi Janet Lowe, *The Rediscovered Benjamin Graham: Selected Writings of the Wall Street Legend* (John Wiley & Sons, New York, 1999), p. 273. Iată ce scria Warren Buffett în raportul său anual din 1996: „Majoritatea investitorilor, atât instituționali, cât şi individuali, vor constata că metoda cea mai bună de a

Scanned with OKEN Scanner

CE ANUME ÎNCLINĂ BALANȚA?

Când pui cap la cap toate handicapurile lor, te surprinde nu că atât de puține fonduri bat indicele, ci că există fonduri care reușesc acest lucru. Și totuși unele reușesc. Ce calități au ele în comun?

Administratorii lor dețin cele mai multe titluri ale acestora. Conflictul de interese dintre ceea ce este cel mai bine pentru administratorii fondului și ceea ce este cel mai bine pentru investitori este atenuat atunci când administratorii sunt printre principalii deținători de titluri ale fondului. Unele societăți, precum Longleaf Partners, le interzic chiar angajaților să dețină altceva decât titluri la fondurile pe care le gestionează. La Longleaf și alte societăți precum Davis și FPA, administratorii dețin atât de multe titluri, încât sunt șanse ca ei să vă administreze banii ca și cum ar fi ai lor – scăzând probabilitatea ca ei să ridice taxele, să lase fondurile să atingă dimensiuni colosale sau să vă încarce cu niște impozite grase. Din ultima situație a fondului și din „Declarația informativă suplimentară", care se pot obține de la Comisia de Valori Mobiliare și Burse prin baza de date EDGAR disponibilă la www.sec.gov, se poate afla dacă administratorii posedă cel puțin 1% din titlurile fondului.

Nu presupun costuri mari. Unul dintre miturile care circulă cel mai des în sectorul fondurilor este acela că „primești atât cât plătești" – că randamentele mari sunt cea mai bună justificare a perceperii unor taxe mai mari. Acest argument ridică două probleme. În primul rând, nu este adevărat; studiile efectuate pe parcursul mai multor decenii au dovedit că fondurile cu taxe mai mari obțin randamente *mai mici* în timp. În al doilea rând, randamentele mari sunt temporare, în vreme ce taxele mari sunt aproape la fel de durabile ca granitul. Dacă alegeți un fond pentru randamentele lui excepționale, s-ar putea să nu mai rămâneți la sfârșit cu mare lucru – însă cheltuielile ocazionate de plasamentele pe care le faceți la acel fond aproape sigur că *nu* vor scădea atunci când randamentele se vor diminua.

Au curajul de a fi altfel. Când conducea Fidelity Magellan, Peter Lynch cumpăra tot ceea ce i se părea a fi ieftin – indiferent de ceea ce aveau în portofoliu alți administratori de fonduri. În 1982, cea mai mare investiție a lui erau obligațiunile de tezaur; imediat după aceea, el a

---

investi în acțiuni ordinare este cea care apelează la un fond cu taxe minime, bazat pe un indice. Cei care urmează această cale vor obține în mod sigur rezultate nete (după deducerea taxelor și cheltuielilor) mai bune decât cele obținute de marea majoritate a investitorilor profesioniști." (A se vedea www.berkshirehathaway.com/1996ar/1996.html.)

Scanned with OKEN Scanner

făcut din Chrysler principala sa investiție, chiar dacă majoritatea specialiștilor se așteptau ca firma constructoare de automobile să intre în faliment; apoi, în 1986, Lynch a plasat aproape 20% din capitalul Fidelity Magellan în acțiunile unor companii străine precum Honda, Norsk Hydro și Volvo. Așadar, înainte de a cumpăra titluri la un fond de acțiuni americane, comparați plasamentele care apar în ultimul raport al acestuia cu lista titlurilor care alcătuiesc indicele S & P 500; dacă ele seamănă ca două picături de apă, orientați-vă spre un alt fond.[7]

Țin ușa închisă. Adeseori, cele mai bune fonduri nu acceptă investitori noi, permițându-le numai acționarilor existenți să cumpere alte titluri. Acest lucru previne frenezia noilor cumpărători care vor să se posteze în vârf și protejează fondul de problemele asociate elefantiazisului activelor. Este de asemenea un semnal că administratorii fondului nu pun interesele lor înaintea intereselor dumneavoastră. Însă această închidere ar trebui să se producă înainte ca fondul să capete dimensiuni uriașe, nu după. Dintre societățile cunoscute pentru faptul că-și închid porțile amintim Longleaf, Numeric, Oakmark, T. Rowe Price, Vanguard și Wasatch.

Nu-și fac reclamă. Așa cum, în „Republica", Platon spunea că domnitorii ideali sunt cei care nu vor să conducă, cei mai buni administratori de fonduri se comportă adeseori ca și cum n-ar avea nevoie de banii dumneavoastră. Ei nu apar toată vremea la emisiunile cu tematică financiară de la televiziune și nici nu fac publicitate randamentelor mari pe care le realizează. Stabilul și micul Mairs & Power Growth Fund n-a avut nici măcar un site pe Internet până în 2001 și își vinde încă titlurile în numai 24 de state. Torray Fund n-a avut nicio reclamă destinată persoanelor fizice de la lansarea sa în 1990.

Ce altceva ar trebui să aveți în vedere? Majoritatea investitorilor se uită mai întâi la rezultatele din trecut, apoi la reputația administratorului, după aceea la gradul de risc al fondului și în fine (eventual) la cheltuielile acestuia.[8]

---

[7] Lista completă a companiilor care intră în componența indicelui S & P 500 este disponibilă la www.standardandpoors.com.

[8] A se vedea Noel Capon, Gavan Fitzsimons, Russ Alan Prince, „An Individual Level Analysis of the Mutual Fund Investment Decision", *Journal of Financial Services Research*, vol. 10, 1996, pp. 59-82; Investment Company Institute, „Understanding Shareholders' Use of Information and Advisers", primăvara 1997, la www.ici.org/pdf/rpt_undstnd_share.pdf, p. 21; Gordon Alexander, Jonathan Jones, Peter Nigro, „Mutual Fund Shareholders: Characteristics, Investor Knowledge, and Sources of Information", material de lucru OCC, decembrie 1997, la www.occ.treas.gov/ftp/workpaper/wp97-13.pdf.

Scanned with OKEN Scanner

Investitorul inteligent se uită la aceleaşi lucruri – dar în ordine inversă.

Cum cheltuielile unui fond sunt mult mai previzibile decât riscul sau randamentul viitor al acestuia, ar trebui să faceţi din ele primul dumneavoastră filtru. Nu aveţi niciun motiv să plătiţi vreodată un procent mai mare decât procentele de mai jos, prezentate pe categorii de fonduri, în raport cu cheltuielile anuale de exploatare:

- Obligaţiuni impozabile şi municipale: 0,75%
- Acţiuni SUA (cu capitalizare mare şi medie): 1,0%
- Obligaţiuni cu randament ridicat (de calitate inferioară): 1,0%
- Acţiuni SUA (cu capitalizare mică): 1,25%
- Acţiuni la firme străine: 1,50%[9]

În continuare, evaluaţi riscul. În prospect (sau în ghidul investitorului), fiecare fond trebuie să prezinte un grafic de bare din care să reiasă cea mai mare pierdere înregistrată pe parcursul unui trimestru calendaristic. Dacă nu puteţi suporta să pierdeţi cel puţin atâţia bani în trei luni, duceţi-vă în altă parte. Merită de asemenea să verificaţi ratingul fondului dat de Morningstar. Importantă firmă de studii financiare, Morningstar acordă fondurilor „stele" în funcţie de riscurile pe care acestea şi le asumă pentru a realiza un anumit randament (o stea este cota cea mai slabă, iar cinci stele este cota cea mai bună). Dar, la fel ca în cazul rezultatelor din trecut, aceste evaluări dau o imagine asupra trecutului; ele vă spun ce fonduri au fost cele mai bune, nu care vor fi. De fapt, fondurile de cinci stele au prostul obicei de a continua să obţină rezultate mai slabe decât fondurile de o stea. Deci, mai întâi, căutaţi un fond cu costuri minime, ai cărui administratori deţin cea mai mare parte a titlurilor emise de acesta, au curajul să fie diferiţi, nu se laudă cu randamentele lor şi au arătat că sunt dispuşi să închidă porţile înainte să se întindă mai mult decât le permite plapuma. După aceea, şi numai după aceea, vedeţi cum o evaluează cei de la Morningstar.[10]

---

[9] Investitorii pot căuta uşor fonduri care să îndeplinească aceste criterii din punctul de vedere al cheltuielilor folosind instrumentele specializate de la www.morningstar.com şi http://money.cnn.com.

[10] A se vedea Matthew Morey, „Rating the Raters: An Investigation of Mutual Fund Rating Services", Journal of Investment Consulting, vol. 5, nr. 2, noiembrie-decembrie 2002. Deşi pe baza evaluării în număr de stele nu se pot anticipa cu precizie rezultatele viitoare, Morningstar este cea mai bună sursă de informaţii despre fonduri la care pot apela investitorii individuali.

Scanned with OKEN Scanner

În sfârşit, uitaţi-vă la rezultatele din trecut, ţinând minte faptul că acestea nu anticipează cu exactitate randamentele din viitor. După cum am arătat deja, câştigătorii de ieri vor fi adeseori învinşii de mâine. Cercetătorii au demonstrat însă că un lucru este aproape sigur: învinşii de ieri nu vor fi aproape niciodată câştigătorii de mâine. Aşadar, evitaţi fondurile care au înregistrat în trecut randamente constant slabe – mai ales dacă au cheltuieli anuale peste medie.

CERCUL ÎNCHIS AL FONDURILOR ÎNCHISE

Deşi populare în anii 1980, fondurile închise de acţiuni s-au atrofiat încet, încet. Astăzi, în SUA există numai 30 de fonduri diversificate de acţiuni, multe dintre ele de foarte mici dimensiuni, care tranzacţionează numai câteva sute de acţiuni pe zi, cu cheltuieli mari şi strategii ciudate (precum Morgan Fun-Shares, specializat în acţiuni din sectoarele care „formează obiceiuri", cum ar fi producţia de alcool, jocurile de noroc şi producţia de ţigări). Studiile efectuate de specialistul în fonduri închise Donald Cassidy de la Lipper Inc. susţin observaţiile făcute mai înainte de Graham: fondurile închise, diversificate de acţiuni, care vând titluri cu disagio nu tind numai să obţină rezultate mai bune decât cele care vând titluri cu agio, ci şi să realizeze randamente mai bune decât cele pe care le realizează în medie fondurile mutuale deschise. Din păcate însă, pe o piaţă neinteresantă, din ce în ce mai mică precum cea de astăzi, fondurile închise, diversificate de acţiuni nu oferă întotdeauna titluri cu disagio.[11]

Există însă sute de fonduri închise de obligaţiuni, variantele fiind foarte numeroase mai ales în sectorul obligaţiunilor municipale. Când aceste fonduri vând cu disagio, randamentul lor este amplificat şi pot prezenta interes, atâta vreme cât cheltuielile lor anuale sunt sub nivelurile prezentate mai înainte.[12]

S-ar putea să merite atenţie şi noul gen de fonduri de indici cotate la bursă. Aceste „FCB"-uri reprezintă uneori singurul mijloc prin care un investitor poate avea acces la o piaţă restrânsă cum ar fi, să zicem,

---

[11] Spre deosebire de un fond mutual, un fond închis nu vinde în mod direct titluri noi celor care vor să cumpere. În schimb, investitorul trebuie să cumpere titluri nu de la fond, ci de la un alt posesor de titluri care vrea să-i vândă o parte din ele. Astfel, preţul titlurilor este când mai mare, când mai mic decât valoarea activelor nete, în funcţie de cerere şi ofertă.

[12] Pentru mai multe informaţii, a se vedea www.morningstar.com şi www.etfconnect.com.

Scanned with OKEN Scanner

cea a companiilor cu sediul în Belgia sau cea a firmelor din industria semiconductoarelor. Alte FCB-uri de indici oferă posibilitatea unor plasamente mult mai variate. Totuşi, în general, ele nu sunt o soluţie potrivită pentru investitorii care vor să plaseze regulat sume suplimentare, deoarece majoritatea brokerilor vor percepe un comision separat pentru fiecare nouă investiţie pe care o faceţi.[13]

CÂND TREBUIE SĂ RENUNŢĂM?

După ce aţi cumpărat titluri la un fond, cum puteţi şti când este momentul să le vindeţi? De obicei, se recomandă să renunţaţi la un fond dacă acesta dă rezultate mai slabe decât piaţa (sau portofolii similare) vreme de 12 luni – sau poate doi ani? ori poate trei ani? – la rând. Această recomandare nu are însă niciun sens. De la apariţia sa în 1970 şi până în 1999, Sequoia Fund a dat rezultate mai slabe decât indicele S & P 500 în 12 dintre cei 29 de ani – sau în peste 41% din timp. Cu toate acestea, fondul a crescut cu peste 12.500% în perioada respectivă, faţă de 4.900% în cazul indicelui.[14]

Rezultatele majorităţii fondurilor se înrăutăţesc pur şi simplu din cauză că, temporar, genul de acţiuni în care ele preferă să investească nu mai prezintă interes. Dacă aţi angajat un administrator să investească într-un anumit mod, de ce să-l concediaţi pentru că face exact ceea ce a promis? Vânzând atunci când un stil de a investi nu mai este de actualitate, nu doar că înregistraţi în mod garantat o pierdere, dar şi vă refuzaţi cu siguranţă o redresare aproape inevitabilă. Un studiu a demonstrat că, între 1998 şi 2001, investitorii în fondurile mutuale au obţinut rezultate mai slabe cu 4,7 puncte procentuale decât propriile fonduri – doar cumpărând la preţuri mari şi vânzând la preţuri mici.[15]

---

[13] Spre deosebire de fondurile mutuale de indici, FCB-urile de indici percep comisioane standard atunci când cumpăraţi şi vindeţi titluri – iar aceste comisioane sunt adeseori aplicate oricărei achiziţii suplimentare sau reinvestiri a dividendelor. Amănunte se pot obţine de la www.ishares.com, www.streettracks.com, www.amex.com şi www.indexfunds.com.

[14] A se vedea raportul către investitori emis de fond pe 30 iunie 1999 la www.sequoiafund.com/Reports/Quarterly/SemiAnn99.htm. Sequoia n-a mai acceptat alţi investitori din 1982, ceea ce a consolidat rezultatele sale excepţionale.

[15] Jason Zweig, „What Fund Investors Really Need to Know", *Money*, iunie 2002, pp. 110-115.

Scanned with OKEN Scanner

Deci când trebuie să vindeți? Iată câteva semnale clare de avertizare:

- **o schimbare semnificativă şi neaşteptată a strategiei,** precum aceea a unui fond care investeşte în acțiuni subevaluate şi care, în 1999, s-a încărcat cu acțiuni din domeniul tehnologiei sau a unui fond „în creştere" care, în 2002, a cumpărat o grămadă de acțiuni la societățile de asigurări;
- **o creştere a cheltuielilor,** ceea ce arată că administratorii îşi căptuşesc bine buzunarele;
- **creşterea şi înmulțirea notelor de plată către Fisc,** determinate de efectuarea unui număr prea mare de tranzacții;
- **randamentele imprevizibile,** precum cele care apar atunci când un fond cu o strategie prudentă înregistrează o pierdere semnificativă (sau chiar realizează un câştig uriaş).

DE CE NE PLAC GLOBURILE DE CRISTAL?

A crede – sau chiar şi numai a spera – că putem alege fondurile cu cele mai bune rezultate în viitor ne face să ne simțim mai bine. Ne dă sentimentul plăcut că suntem stăpâni pe soarta propriilor noastre investiții. Această senzație de ținere a situației sub control este parte a condiției umane; este ceea ce psihologii numesc încredere exagerată. Iată numai câteva exemple în acest sens:

- În 1999, revista *Money* a întrebat peste 500 de persoane dacă portofoliile lor au bătut piața. Una din patru a răspuns afirmativ. Când însă li s-a cerut să specifice randamentul obținut, 80% dintre investitorii respectivi au menționat câştiguri *mai mici* decât cele ale pieței. (Patru procente habar n-au avut cât a crescut portofoliul propriu – ştiau însă sigur că bătuseră oricum piața!)
- Autorii unui studiu suedez le-au cerut şoferilor implicați în accidente grave de automobil să-şi evalueze îndemânarea de care dau dovadă la volan. Aceşti oameni – inclusiv unii dintre cei pe care poliția i-a găsit vinovați de producerea accidentelor şi dintre cei care fuseseră atât de grav răniți, încât au răspuns sondajului de pe patul lor din spital – au continuat să afirme că sunt şoferi mai buni decât media.
- Într-un sondaj realizat la sfârşitul anului 2000, *Time* şi CNN au întrebat peste 1.000 de potențiali alegători dacă ei

Scanned with OKEN Scanner

consideră că fac parte din acel 1% din populație cu veniturile cele mai mari. Nouăsprezece procente s-au plasat între cei mai bogați 1% dintre americani.

- La sfârşitul anului 1997, în urma unui sondaj la care au participat 750 de investitori s-a constatat că 74% dintre ei credeau că plasamentele lor la fondurile mutuale vor „bate în mod constant indicele Standard & Poor's 500 în fiecare an" – chiar dacă majoritatea fondurilor nu reuşesc să bată S & P 500 pe termen lung şi multe nu reuşesc să-l bată în *niciun* an.[1]

Deşi acest gen de optimism este semnul firesc al unui psihic sănătos, el nu ajută la adoptarea unei politici adecvate de investiții. Are sens să credeți că puteți anticipa ceva doar dacă acel ceva *este* realmente previzibil. Dacă nu sunteți realişti, dorința de a vă satisface amorul propriu vă va duce la autodistrugere.

[1] A se vedea Jason Zweig, „Did You Beat the Market?", *Money*, ianuarie 2000, pp. 55-58; sondajul *Time*-CNN nr. 5, 25-26 octombrie 2000, întrebarea 29.

Consultantul financiar Charles Ellis spune că, „dacă nu eşti pregătit să rămâi căsătorit, nu trebuie să te căsătoreşti".[16] Cu investițiile în fonduri este la fel. Dacă nu eşti pregătit să rămâi la un fond vreme de cel puțin trei ani slabi, n-ar trebui să investeşti în el de la început. Răbdarea este cel mai puternic aliat al celui care investeşte într-un fond.

[16] A se vedea interviul cu Ellis în articolul lui Jason Zweig intitulat „Wall Street's Wisest Man" din revista *Money*, iunie 2001, pp. 49-52.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 10

Investitorul şi sfătuitorii săi

Investirea banilor în titluri de valoare este o operaţiune de afaceri unică în felul său prin faptul că se bazează aproape întotdeauna într-o oarecare măsură pe sfaturile primite de la alţii. Marea masă a investitorilor este formată din amatori. În mod firesc, ei consideră că, în alegerea titlurilor de valoare, pot beneficia de îndrumare profesională. Totuşi chiar conceptul de consiliere financiară prezintă câteva particularităţi inerente.

Dacă oamenii investesc pentru a câştiga bani, atunci, când cer sfatul altora, vor să afle cum să câştige bani. Această idee are o oarecare doză de naivitate. Oamenii de afaceri cer sfaturi profesionale în diverse probleme legate de afacerile lor, dar nu se aşteaptă să li se spună cum să obţină profit. Asta este treaba lor. Când aceştia sau alte persoane, care n-au afaceri, se bazează pe alţii pentru a scoate *profit din investiţii* în locul lor, ei se aşteaptă la un rezultat pentru care nu există corespondent real în activităţile obişnuite de afaceri.

Dacă presupunem că din investirea banilor în titluri de valoare trebuie să rezulte un *venit* normal sau standard, atunci rolul sfătuitorului poate fi determinat cu mai multă certitudine. El îşi va folosi cunoştinţele şi experienţa superioară pentru a-şi proteja clienţii de greşeli şi pentru a se asigura că aceştia obţin rezultatele la care le dau dreptul sumele investite. Când investitorul cere un randament mai mare decât media sau când sfătuitorul lui se angajează să obţină rezultate mai bune pentru el, se pune întrebarea dacă se cere sau se promite mai mult decât este posibil să se ofere.

Sfaturi în privinţa investiţiilor se pot obţine din diverse surse, şi anume: 1) o rudă sau un prieten, fără îndoială cu experienţă în valori mobiliare; 2) o bancă (comercială) locală; 3) o firmă de brokeraj sau o agenţie de investiţii; 4) un serviciu financiar sau un periodic financiar; 5) un consilier financiar.* Varietatea surselor lasă să se înţeleagă

---

* Sursele de sfaturi în domeniul investiţiilor rămân la fel de „diverse" ca pe vremea lui Graham. În urma unui sondaj realizat în rândul investitorilor la

Scanned with OKEN Scanner

faptul că, deocamdată, în mintea investitorilor, nu s-a cristalizat în această chestiune o abordare logică sau sistematică.

Anumite consideraţii practice au legătură cu criteriul rezultatelor normale sau standard menţionat mai înainte. Teza noastră fundamentală este următoarea: dacă, în ceea ce priveşte administrarea fondurilor sale, investitorul urmează să se bazeze în primul rând pe sfaturile altora, atunci fie trebuie ca el şi sfătuitorii lui să se limiteze strict la forme standard, prudente şi chiar banale de investiţii, fie trebuie ca el să cunoască neobişnuit de bine şi să aibă o părere favorabilă despre persoana care va canaliza în alte direcţii fondurile sale. Dar dacă între investitor şi sfătuitorii săi există o relaţie de afaceri sau profesională obişnuită, el poate accepta sugestii *mai neconvenţionale* doar în măsura în care el însuşi şi-a îmbogăţit cunoştinţele şi experienţa, ajungând în situaţia de a evalua în mod independent recomandările altora. În acel moment, el a trecut din categoria investitorilor defensivi sau neîntreprinzători în cea a investitorilor agresivi sau întreprinzători.

Consilierea financiară şi serviciile fiduciare ale băncilor

Consultanţii financiari cu adevărat profesionişti – adică firmele consacrate de consultanţă financiară, care percep taxe anuale substanţiale – fac promisiuni şi au pretenţii foarte modeste. În cea mai mare parte, ele plasează fondurile clienţilor în titluri de valoare standard, purtătoare de dobândă şi dividende, bazându-se foarte mult pe o experienţă normală în domeniul investiţiilor. De regulă, nu se investeşte aproape niciodată mai mult de 10% din capitalul total în alte titluri de valoare decât cele ale companiilor reprezentative, la care se adaugă obligaţiunile guvernamentale (inclusiv cele statale şi municipale); de asemenea, nu se depun mari eforturi pentru a profita de pe urma oscilaţiilor pe care le cunoaşte piaţa în ansamblu.

---

sfârşitul lui 2002 pentru Asociaţia Sectorului Valorilor Mobiliare, o organizaţie profesională a comunităţii financiare, s-a constatat că 17% dintre investitori se bazau cel mai mult în privinţa sfaturilor financiare pe soţie (soţ) sau pe un prieten, 2% pe o bancă, 16% pe un broker, 10% pe periodicele financiare şi 24% pe un specialist în planificare financiară. Singura deosebire faţă de situaţia din zilele lui Graham este aceea că 8% dintre investitori se bazează acum în mare măsură pe Internet, iar 3%, pe televiziunile cu profil financiar. (A se vedea www.sia.com.)

Scanned with OKEN Scanner

Marile firme de consultanţă financiară nu pretind că sunt strălucite; se mândresc însă că sunt atente, prudente şi competente. Scopul lor principal este să conserve de-a lungul anilor valoarea capitalului investit şi să producă o rentabilitate acceptabilă. Un rezultat mai bun – pe care se străduiesc să-l obţină – îl consideră un fel de serviciu suplimentar oferit. Poate că principala lor utilitate pentru clienţi constă în faptul că îi apără de greşeli costisitoare. Ele oferă acea protecţie la care investitorul defensiv are dreptul să se aştepte din partea oricărui consilier care deserveşte piaţa în ansamblu.

Ceea ce am spus despre firmele consacrate de consiliere financiară se aplică în general serviciilor fiduciare şi de consiliere ale băncilor mai mari.*

Serviciile financiare

Aşa-numitele servicii financiare sunt organizaţii care expediază abonaţilor buletine standard (uneori sub forma unor telegrame). Temele acoperite pot include starea şi perspectivele economiei, comportamentul şi perspectivele pieţelor de valori mobiliare, informaţii şi sfaturi privitoare la probleme individuale. De multe ori există un „departament de informaţii" care răspunde întrebărilor puse de un abonat sau altul. Costul serviciului este, în medie, mult mai mic decât taxa pe care consilierii financiari o percep clienţilor lor individuali. Unele organizaţii – în special Babson's şi Standard & Poor's – operează pe paliere separate ca serviciu financiar şi ca serviciu de consiliere financiară. (Fiindcă veni vorba, alte organizaţii, precum Scudder, Stevens & Clark, operează pe paliere distincte ca serviciu de consiliere financiară şi ca unu sau mai multe fonduri de investiţii.)

În comparaţie cu firmele de consiliere financiară, serviciile financiare se adresează, în ansamblu, unui public foarte diferit. Clienţii celor dintâi vor în general să fie scutiţi de deranjul şi nevoia de a lua

---

* Caracterul firmelor de consiliere financiară şi al băncilor fiduciare nu s-a schimbat, însă în prezent ele nu-şi oferă serviciile investitorilor cu un capital mai mic de 1 milion $; în unele cazuri, este necesar un capital de 5 milioane $ sau mai mult. Astăzi, mii de firme independente de planificare financiară îndeplinesc funcţii foarte asemănătoare, deşi (după opinia analistului Robert Veres) fondul mutual a înlocuit acţiunile cu capitalizare bursieră mare ca investiţie preferată şi diversificarea a înlocuit „calitatea" drept criteriu de siguranţă.

Scanned with OKEN Scanner

decizii. Serviciile financiare oferă informaţii şi îndrumări celor care fac ei înşişi tranzacţii financiare sau sunt ei înşişi sfătuitorii altora. Multe asemenea servicii se limitează exclusiv, sau aproape exclusiv, la anticiparea oscilaţiilor pieţei cu ajutorul diverselor metode „tehnice". Nu ne vom ocupa de acestea, cu observaţia că activitatea lor nu-i priveşte pe „investitori", aşa cum este folosit acest termen în cartea noastră.

Pe de altă parte, unele dintre cele mai cunoscute servicii de acest fel – cum ar fi Moody's Investment Service şi Standard and Poor's – sunt considerate organizaţii din domeniul statisticii care culeg numeroasele date statistice ce stau la baza oricărei analize serioase a valorilor mobiliare. Aceste servicii au o clientelă variată, mergând de la investitorul cu atitudinea cea mai prudentă şi până la speculatorul absolut. Drept urmare ele întâmpină greutăţi în a adera la un principiu clar sau fundamental pe baza căruia să-şi formuleze opiniile şi recomandările.

Un serviciu consacrat de multă vreme precum Moody's şi celelalte trebuie în mod evident să ofere ceva util unei largi categorii de investitori. Ce anume? În principiu, ele abordează aspecte de care speculatorul-investitorul activ este interesat, iar opiniile lor fie inspiră o oarecare autoritate, fie cel puţin par mai demne de încredere decât cele ale clientului care nu este ajutat deloc.

De ani de zile, serviciile financiare fac previziuni în ceea ce priveşte piaţa bursieră fără ca nimeni să ia în serios această activitate. Asemenea tuturor celorlalte organizaţii din acest domeniu, uneori au dreptate, alteori se înşeală. Ori de câte ori este posibil, ele emit opinii evazive pentru a nu risca să se înşele cu totul. (Există o artă bine pusă la punct a formulării unor fraze complicate care se pot adapta cu succes la orice situaţie viitoare.) După părerea noastră – care este, poate, una subiectivă – importanţa reală a acestui segment al activităţii lor constă doar în faptul că aruncă o lumină asupra naturii umane a pieţelor de valori mobiliare. Aproape toţi cei interesaţi de acţiunile ordinare vor ca altcineva să le spună ce crede el că va face piaţa. Cererea există, aşa că trebuie satisfăcută.

Interpretările şi prognozele lor cu privire la condiţiile economice se bucură, bineînţeles, de o autoritate şi o elocvenţă mai mare. Ele sunt o componentă importantă a ansamblului informaţiilor economice care sunt difuzate în mod continuu între cumpărătorii şi vânzătorii de titluri

Scanned with OKEN Scanner

şi care tind să dea naştere, în majoritatea circumstanţelor, unor preţuri rezonabile ale acţiunilor şi obligaţiunilor. Fără îndoială că datele publicate de serviciile financiare completează informaţiile disponibile şi întăresc opiniile clienţilor cu privire la investiţiile lor.

Este greu să evaluezi recomandările acestora cu privire la diversele titluri de valoare. Fiecare serviciu trebuie apreciat separat, iar verdictul nu poate avea la bază decât un studiu complex şi cuprinzător care să se întindă pe mai mulţi ani. Din propria noastră experienţă am observat la ele o atitudine molipsitoare care credem noi că tinde să compromită ceea ce altfel ar putea fi o activitate de consiliere mai folositoare. Este vorba despre concepţia lor generală potrivit căreia o acţiune trebuie cumpărată dacă perspectivele pe termen scurt ale domeniului respectiv de activitate sunt favorabile şi trebuie vândută dacă acestea sunt nefavorabile – *indiferent de preţul ei curent.* O concepţie atât de superficială împiedică adeseori serviciile respective să facă analiza de care specialiştii lor sunt în stare – şi anume să stabilească dacă o anumită acţiune pare a fi supra- sau subevaluată la preţul actual ţinând seama de puterea ei de a genera profit, demonstrată pe termen lung.

Investitorul inteligent nu va cumpăra şi nu va vinde doar pe baza recomandărilor unui serviciu financiar. Odată stabilit acest lucru, rolul serviciului financiar este acela de a furniza informaţii şi de a oferi sugestii.

Sfaturile date de agenţiile de brokeraj

Probabil că volumul cel mai mare de informaţii şi sfaturi pe care le primesc posesorii de valori mobiliare provine de la agenţiile bursiere. Acestea sunt membre ale Bursei de Valori New York şi ale altor burse, care execută ordine de vânzare-cumpărare în schimbul unui comision standard. Practic toate agenţiile care fac afaceri cu publicul au un departament de „statistică" sau analiză, care răspunde solicitărilor de informaţii şi face recomandări. Foarte multe materiale de analiză, unele dintre ele complexe şi costisitoare, sunt distribuite gratuit beneficiarilor firmelor – denumiţi clienţi, pentru a crea o impresie mai puternică.

Răspunsul la întrebarea „oare este mai potrivit să folosim termenul «beneficiar» sau «client»?" are o miză foarte importantă. O activitate

Scanned with OKEN Scanner

are beneficiari; un profesionist sau o organizaţie profesionistă are clienţi. Comunitatea agenţiilor de brokeraj de pe Wall Street are probabil cele mai înalte standarde de etică dintre toate *domeniile de activitate*, dar avansează în continuare cu greu spre standardele şi statutul unei adevărate profesii.*

În trecut, comunitatea financiară a prosperat mai ales datorită speculaţiilor, iar speculatorii de la bursă, luaţi ca o clasă, aproape sigur că au avut de pierdut. Prin urmare a fost imposibil din punct de vedere logic ca agenţiile de brokeraj să opereze pe baze exclusiv profesionale. Pentru aceasta ar fi trebuit ca ele să-şi îndrepte eforturile spre diminuarea, nu spre extinderea activităţii lor.

Lucrul cel mai bun pe care unele agenţii de brokeraj l-au făcut în această direcţie – şi ar fi fost de aşteptat să-l facă – a fost să se abţină de la a determina sau a încuraja pe cineva să speculeze. Aceste agenţii s-au limitat la execuţia ordinelor primite, la furnizarea informaţiilor şi analizelor financiare şi la formularea unor opinii în legătură cu meritele titlurilor de valoare văzute ca investiţie. Astfel, teoretic cel puţin, ele nu au nicio responsabilitate în ceea ce priveşte profiturile sau pierderile beneficiarilor lor care speculează.†

Majoritatea agenţiilor bursiere însă aderă în continuare la devizele de altădată care spun că rolul lor este să facă comisioane şi că, pentru a reuşi în afaceri, trebuie să le ofere clienţilor ceea ce vor. Cum clienţii cei mai profitabili vor sfaturi şi sugestii despre cum să speculeze, concepţia şi activităţile unei firme obişnuite sunt destul de mult legate de tranzacţiile care au loc zilnic pe piaţă. Astfel, ea încearcă din răsputeri să-şi ajute clienţii să facă bani într-un domeniu în care aceştia aproape că sunt condamnaţi, în virtutea legilor matematicii, să piardă până la urmă.** Prin aceasta vrem să spunem că, pe termen lung,

---

* În general, Graham a fost cel mai dur şi cinic analist al comunităţii financiare din câţi au existat vreodată. De această dată însă, el n-a fost destul de cinic. Este posibil ca Wall Street-ul să aibă standarde de etică mai înalte decât *unele* activităţi (mă gândesc la contrabandă, prostituţie, lobby-ul parlamentar şi gazetărie), însă lumea financiară are oricum destui mincinoşi, înşelători şi hoţi pentru ca dracul să nu aibă timp să răsufle în deceniile care vor veni.

† Miile de oameni care au cumpărat acţiuni la sfârşitul anilor 1990 încrezători fiind că analiştii de pe Wall Street le furnizau sfaturi preţioase şi obiective au aflat pe pielea lor câtă dreptate are Graham în această privinţă.

** Este interesant faptul că această critică înţepătoare, pe care, la vremea respectivă, Graham o îndrepta spre brokerii cu o gamă largă de servicii, a

operațiunile speculative nu le pot aduce profit majorității clienților agențiilor de brokeraj. Însă în măsura în care operațiunile lor aduc a investiții adevărate, ele pot genera din acestea câștiguri mai mari decât pierderile speculative.

Investitorul obține sfaturi și informații de la agențiile bursiere prin intermediul a două categorii de angajați, cunoscuți în prezent sub denumirile convenționale de „brokeri ai clienților" (sau „administratori de cont") și analiști financiari.

Brokerul clientului, numit și „reprezentant autorizat", purta înainte titulatura mai puțin demnă de „om al clientului". Astăzi, el este în general o persoană cu o bună reputație și cu o foarte bună cunoaștere a titlurilor de valoare, care-și desfășoară activitatea în conformitate cu un cod strict al bunelor practici. Cu toate acestea, deoarece datoria lui este să încaseze comisioane, cu greu poate să nu fie înclinat spre speculații. Astfel, cumpărătorul de titluri de valoare care vrea să nu fie influențat de considerente speculative va trebui de regulă să fie atent și explicit în relația sa de afaceri cu brokerul; el va trebui să arate clar, prin cuvinte și fapte, că nu este interesat de nimic care ar putea aduce oricât de puțin cu un „pont" legat de bursă. Din momentul în care brokerul clientului înțelege că are de-a face cu un adevărat investitor, el va respecta acest punct de vedere și va ține cont de el.

Analistul financiar, cunoscut înainte mai ales sub denumirea de analist mobiliar, este o persoană ce prezintă un interes deosebit pentru autor, care a făcut el însuși această muncă vreme de peste cinci decenii și a contribuit la formarea multor altor profesioniști în această specialitate. În acest moment ne vom referi doar la analiștii financiari angajați de agențiile de brokeraj. Funcția analistului mobiliar se deduce destul de limpede din titulatura sa. El este cel care întocmește studiile detaliate cu privire la diversele valori mobiliare, realizează comparații

---

ajuns să se aplice brokerilor care, la sfârșitul anilor 1990, ofereau servicii ieftine pe Internet. Aceste firme au cheltuit milioane de dolari cu reclame ostentative care i-au determinat pe clienții lor să tranzacționeze mai mult și mai des. Majoritatea clienților respectivi au ajuns să-și alcătuiască singuri portofoliile, în loc să plătească pe cineva ca să facă acest lucru în locul lor – iar comisioanele mici percepute pentru acest gen de tranzacții sunt o slabă consolare pentru rezultatul obținut. Între timp, firmele de brokeraj clasice au început să pună accentul pe planificarea financiară și „managementul integrat al activelor", în loc să-și recompenseze brokerii doar în funcție de comisioanele încasate de aceștia.

Scanned with OKEN Scanner

complexe între diferite emisiuni din acelaşi domeniu şi îşi formează o opinie specializată cu privire la siguranţa, atractivitatea sau valoarea intrinsecă a tuturor tipurilor de acţiuni şi obligaţiuni.

Deşi cuiva din afară trebuie să i se pară un fapt ciudat, ca să fii analist mobiliar nu trebuie să îndeplineşti nişte condiţii formale. Gândiţi-vă în schimb că un broker al clientului trebuie să treacă un examen, să îndeplinească anumite condiţii referitoare la reputaţie şi să fie acceptat şi înregistrat la Bursa de Valori New York. În practică, aproape toţi analiştii tineri au o vastă pregătire universitară de specialitate, iar cei mai bătrâni au dobândit cel puţin o pregătire echivalentă la şcoala experienţei îndelungate. În marea majoritate a cazurilor, este de aşteptat ca agenţia de brokeraj care-i angajează să certifice ea însăşi abilităţile şi competenţa analiştilor săi.*

Beneficiarul firmei de brokeraj poate trata direct cu analistul mobiliar sau indirect, prin intermediul brokerului clientului. În ambele cazuri, analistul poate furniza clientului o cantitate considerabilă de informaţii şi recomandări. Daţi-ne voie să facem acum o afirmaţie categorică. Utilitatea analistului mobiliar pentru investitor depinde în mare măsură de atitudinea investitorului. Dacă acesta îi va pune analistului întrebările potrivite, probabil că va primi răspunsurile potrivite – sau cel puţin utile. Suntem convinşi că analiştii angajaţi de agenţiile de brokeraj sunt foarte dezavantajaţi de concepţia generală potrivit căreia ei ar trebui să fie şi analişti de piaţă. Când sunt întrebaţi dacă o anumită acţiune este „viabilă", de multe ori se vrea de fapt să

---

* Acest lucru rămâne valabil, deşi mulţi dintre cei mai buni analişti de pe Wall Street deţin titlul de analist financiar autorizat (CFA). Certificatul CFA este emis de Asociaţia pentru Management şi Cercetare în Domeniul Investiţiilor (fosta Federaţie a Analiştilor Financiari) numai după ce candidatul a făcut mai mulţi ani de studii riguroase şi a trecut o serie de examene dificile. Peste 50.000 de analişti din întreaga lume au fost certificaţi ca CFA. Din păcate, în urma unui studiu efectuat recent de profesorul Stanley Block, s-a constatat că majoritatea CFA ignoră preceptele lui Graham: potenţialul de creştere este mai important decât calitatea profitului, riscurile şi politica dividendelor în determinarea raportului PP, iar mult mai mulţi analişti îşi fundamentează evaluările cu privire la cumpărarea unui titlu pe ultimul preţ al acestuia, nu pe perspectivele companiei pe termen lung. A se vedea Stanley Block, „A Study of Financial Analysts: Practice and Theory", *Financial Analysts Journal*, iulie-august 1999, la www.aimrpubs.org. Aşa cum lui Graham îi plăcea foarte mult să spună, cărţile lui au fost citite – şi ignorate – de mai mulţi oameni decât oricare altă carte de finanţe.

Scanned with OKEN Scanner

se ştie dacă acţiunea respectivă are şanse să crească în următoarele luni. În consecinţă, mulţi dintre ei sunt obligaţi să analizeze cu un ochi cotaţiile şi volumul tranzacţiilor bursiere – situaţie care nu duce la adoptarea unei concepţii sănătoase ori a unor concluzii folositoare.*

În secţiunea următoare a acestei cărţi ne vom ocupa de câteva concepte şi posibile rezultate ale analizei valorilor mobiliare. Foarte mulţi analişti care lucrează la agenţiile bursiere ar putea fi de mare folos investitorului de bună-credinţă care vrea să fie sigur că-şi va valorifica la maximum capitalul pe care-l deţine şi, posibil, să obţină ceva mai mult de-atât. La fel ca în cazul brokerilor clienţilor, la început, analistul trebuie să înţeleagă bine atitudinea şi obiectivele investitorului. După ce analistul s-a convins că are de-a face cu un om pe care-l interesează raportul calitate-preţ, nu cotaţiile, există şansa ca recomandările sale să se dovedească a fi de un real folos.

Certificatul CFA acordat analiştilor financiari

În 1963 s-a făcut un pas important în direcţia înzestrării analiştilor financiari cu un statut profesional şi cu responsabilitate. Titulatura oficială de analist financiar autorizat (CFA) este acordată astăzi acelor practicieni cu vechime care trec examenele cerute şi îndeplinesc alte condiţii de conformitate.[1] Tematica acoperită include analiza valorilor mobiliare şi managementul portofoliului. Analogia cu titulatura profesională consacrată de contabil public autorizat (CPA) este evidentă şi voită. Acest mecanism relativ nou de recunoaştere şi control ar trebui să servească la ridicarea standardelor analiştilor financiari şi, în cele din urmă, la aşezarea activităţii lor pe baze cu adevărat profesionale.†

---

* În prezent, este cu totul neobişnuit ca un analist mobiliar să le permită oamenilor de rând să ia direct legătura cu el. În marea majoritate a cazurilor, numai nobilimea investitorilor instituţionali are voie să se apropie de tronul atotputernicului analist de pe Wall Street. Un investitor individual ar putea, eventual, să aibă norocul de a vorbi la telefon cu analişti care lucrează la firme „regionale" de brokeraj, care nu-şi au sediul în New York City. Secţiunea de relaţii cu investitorii ale site-urilor majorităţii companiilor cotate la bursă oferă o listă a analiştilor care urmăresc evoluţia titlurilor. Site-uri precum www.zacks.com şi www.multex.com oferă acces la studiile efectuate de analişti – însă investitorul inteligent ar trebui să ţină minte că majoritatea analiştilor nu analizează afacerile. Ei încearcă să ghicească preţurile viitoare ale acţiunilor.

† Benjamin Graham a fost principala forţă din spatele programului CFA, pe care l-a susţinut vreme de aproape două decenii, până când a fost pus în practică.

Scanned with OKEN Scanner

Relaţia cu agenţiile de brokeraj

Unul dintre fenomenele cele mai neliniştitoare din perioada în care scriem aceste rânduri îl reprezintă dificultăţile financiare – cu alte cuvinte, falimentul sau o situaţie vecină cu falimentul – pe care le întâmpină câteva firme care operează la Bursa de Valori New York, inclusiv cel puţin două de dimensiuni considerabile.* Este pentru prima oară în peste o jumătate de secol când se-ntâmplă aşa ceva, iar fenomenul este surprinzător din mai multe motive. De multe decenii, Bursa de Valori New York încearcă să controleze într-o manieră mai directă şi mai strictă operaţiunile şi situaţia financiară a membrilor ei – impunând un nivel minim al capitalului, realizând audituri inopinate etc. În plus, Comisia de Valori Mobiliare şi Burse controlează bursele şi pe membrii acestora de 37 de ani. În fine, sectorul intermedierii bursiere în ansamblu a funcţionat sub auspicii favorabile – şi anume creşterea substanţială a volumului afacerilor, perceperea unor comisioane minime fixe (care a eliminat în mare măsură taxele competitive) şi existenţa unui număr limitat de firme-membre.

Primele probleme financiare ale agenţiilor de brokeraj (din 1969) au fost atribuite creşterii volumului afacerilor. S-a susţinut astfel că acest lucru a dus la plata unor impozite prea mari pe clădiri, la creşterea cheltuielilor de regie, creând numeroase probleme în ceea ce priveşte întocmirea situaţiilor financiare. Ar trebui remarcat faptul că a fost probabil prima oară în istorie când nişte întreprinderi importante au dat faliment din cauză că au avut de lucru mai mult decât şi-au putut permite. În 1970, pe măsură ce a crescut numărul falimentelor agenţiilor de brokeraj, ele au fost învinuite în special de „scăderea volumului afacerilor". O acuzaţie ciudată, când te gândeşti că numărul

---

* Cele două firme la care se gândea Graham erau probabil Du Pont, Glore, Forgan & Co. şi Goodbody & Co. Du Pont (fondată de moştenitorii familiei care a făcut avere din afaceri în industria chimică) a fost salvată de la insolvabilitate în 1970, după ce întreprinzătorul texan H. Ross Perot a împrumutat firmei peste 50 de milioane $; Goodbody, a cincea firmă de brokeraj ca mărime din SUA, ar fi dat faliment la sfârşitul lui 1970 dacă n-ar fi cumpărat-o Merrill Lynch. Hayden, Stone & Co. s-ar fi prăbuşit şi ea dacă n-ar fi fost cumpărată. În 1970, nu mai puţin de şapte firme de brokeraj au dat faliment. Povestea burlescă a expansiunii necontrolate a comunităţii financiare de la sfârşitul anilor 1960 este spusă foarte frumos în cartea lui John Brooks intitulată *The Go-Go Years* (John Wiley & Sons, New York, 1999).

Scanned with OKEN Scanner

total al acțiunilor tranzacționate la NYSE în 1970 a fost de 2.937 de milioane, *cel mai mare* volum înregistrat de aceasta în toată activitatea ei, mai mare de peste două ori decât volumul anual înregistrat până în 1965. În cei 15 ani de creștere a pieței care s-au încheiat în 1964, volumul mediu anual fusese de „numai" 712 milioane de acțiuni – un sfert din cifra înregistrată în 1970 – dar sectorul intermedierii bursiere se bucurase de cea mai mare prosperitate din toată istoria lui. Dacă, așa cum se pare, firmele membre în ansamblu au permis cheltuielilor de regie și altor cheltuieli să crească într-un ritm care n-a putut susține nici măcar o reducere moderată a volumului afacerilor într-o anumită perioadă a anului, acest lucru vorbește mult fie despre lipsa perspicacității lor în afaceri, fie despre lipsa prudenței financiare.

O a treia explicație a problemelor financiare a ieșit la iveală până la urmă dintr-o ceață misterioasă, iar noi credem că aceasta este cea mai plauzibilă și mai relevantă dintre toate cele trei explicații. Se pare că o bună parte din capitalul unor agenții de brokeraj a fost păstrată sub forma acțiunilor ordinare deținute de partenerii individuali. Unele dintre acestea par a avea un caracter puternic speculativ, fiind oferite la valori umflate. Când piața a coborât în 1969, cotațiile acestor titluri au scăzut dramatic, iar o parte substanțială a capitalului firmelor respective a dispărut odată cu ele.[2] În realitate, partenerii făceau speculații cu capitalul care trebuia să-i protejeze pe clienți de riscurile financiare obișnuite, specifice afacerilor de intermediere bursieră, cu scopul de a obține astfel un profit dublu. Așa ceva era de neiertat; ne abținem să spunem mai multe.

Investitorul ar trebui să-și folosească inteligența nu doar în formularea politicilor financiare, ci și în stabilirea detaliilor legate de acestea. Aici intră și alegerea unui broker reputat care să-i execute ordinele. Până acum era suficient să-i sfătuim pe cititorii noștri să trateze cu un singur membru al Bursei de Valori New York, dacă nu cumva aveau motive serioase ca să apeleze la o firmă nemembră a acesteia. Pentru mai multă siguranță, trebuie să mai adăugăm în această privință câteva recomandări. Noi credem că persoanele care nu au conturi de marjă – iar, în vocabularul nostru, aceasta înseamnă *toți investitorii* neprofesioniști – ar trebui să încredințeze băncii proprii transmiterea și primirea titlurilor de valoare care le aparțin. Când le dați brokerilor un ordin de cumpărare, îi puteți instrui să transmită băncii dumneavoastră, contra plată, titlurile cumpărate; invers, când

Scanned with OKEN Scanner

vindeţi, vă puteţi instrui banca să transmită brokerului titlurile contra sumei încasate. Aceste servicii vă vor costa ceva mai mult, dar cheltuiala făcută ar trebui să merite din punctul de vedere al siguranţei şi al liniştii sufleteşti. Acest sfat poate fi desconsiderat, în sensul că urmarea lui nu mai este necesară, după ce investitorul se asigură că toate problemele firmelor de intermediere bursieră au fost rezolvate, dar nu înainte.*

Agenţiile de investiţii

Termenul „agenţie de investiţii" se aplică unei firme care se implică într-o măsură semnificativă în iniţierea, subscrierea şi vânzarea unor noi emisiuni de acţiuni şi obligaţiuni. (A subscrie înseamnă a garanta corporaţiei emitente sau altui emitent că titlurile de valoare se vor vinde în totalitate.) Un număr de agenţii de brokeraj desfăşoară şi activităţi de subscriere. În general, ele se limitează la participarea la grupuri de subscriere formate din mari agenţii de investiţii. Există în plus tendinţa ca firmele de brokeraj să iniţieze şi să susţină o mică parte din finanţarea emisiunii unor titluri noi, mai ales sub forma unor emisiuni mai mici de acţiuni ordinare, atunci când piaţa este în plin avânt.

Activitatea specifică agenţiilor de investiţii este probabil cel mai respectabil domeniu de operare al comunităţii financiare, pentru că aici finanţele îşi îndeplinesc rolul constructiv de furnizare a capitalului necesar expansiunii industriei. De fapt, justificarea teoretică a menţinerii unor pieţe bursiere active, în ciuda deselor excese speculative ale acestora, rezidă în mare măsură în faptul că bursele organizate facilitează vânzarea noilor emisiuni de obligaţiuni şi acţiuni. Dacă investitorii sau speculatorii n-ar putea vedea că există

---

* Aproape toate tranzacţiile de intermediere bursieră se realizează astăzi pe cale electronică, iar titlurile de valoare nu mai sunt „transmise" în forma lor materială. Mulţumită Corporaţiei de Protecţie a Investitorilor în Valori Mobiliare (SIPC), înfiinţată în 1970, investitorii sunt în general siguri că-şi vor recupera conturile la valoarea integrală dacă firma lor de brokeraj devine insolvabilă. SIPC este un consorţiu de agenţii de brokeraj mandatat de guvern; membrii săi acceptă să-şi pună la un loc capitalurile cu scopul de a acoperi pierderile suferite de clienţii aceluia dintre ei care devine insolvabil. Protecţia oferită de SIPC elimină nevoia investitorilor de a face plăţi şi de a transmite titlurile printr-un intermediar bancar, aşa cum recomandă Graham.

Scanned with OKEN Scanner

deja o cerere pentru noile titluri care li se oferă, s-ar putea ca ei să refuze să le cumpere.

Relația dintre agenția de investiții și investitor este, în esență, cea care există între vânzător și potențialul cumpărător. Multă vreme, grosul ofertelor noi, din punct de vedere valoric, l-au reprezentat emisiunile de obligațiuni achiziționate în mare parte de instituții financiare precum băncile și societățile de asigurări. În acest domeniu, vânzătorii de titluri au de-a face cu niște cumpărători inteligenți și experimentați. De aceea, orice recomandare făcută acestor clienți de agențiile de investiții trebuie privită cu multă atenție și scepticism. Astfel, aceste tranzacții se efectuează aproape întotdeauna pe o bază pragmatică.

Altfel stau însă lucrurile în relația dintre cumpărătorul *individual* de titluri și agențiile de investiții, inclusiv agențiile bursiere care acționează ca subscriitori. În acest caz, cumpărătorul este adeseori neexperimentat și rareori inteligent. El este influențat cu ușurință de ceea ce-i spune vânzătorul, mai ales în cazul emisiunilor de acțiuni ordinare, căci, de multe ori, scopul nemărturisit pe care-l urmărește prin cumpărarea titlurilor este acela de a obține un profit rapid. Consecința tuturor acestor lucruri este aceea că protecția investitorului public rezidă nu atât în capacitatea lui de discernământ, cât în scrupulul și etica agențiilor ofertante.[3]

Onestitatea și competența firmelor subscriitoare sunt atestate de faptul că ele reușesc să combine destul de bine rolurile discordante de sfătuitor și vânzător. Ar fi însă o imprudență ca persoana care cumpără să se încreadă în judecata vânzătorului. În ediția din 1959, spuneam referitor la acest aspect: „Consecințele nefaste ale acestei atitudini nesănătoase se observă în repetate rânduri în activitatea de subscriere și, cu efecte notabile, în vânzarea emisiunilor noi de acțiuni ordinare în perioadele de speculație intensă." La scurt timp, s-a dovedit că acest avertisment trebuie luat urgent în seamă. După cum am arătat deja, anii 1960-1961 și 1968-1969 au fost marcați de o avalanșă fără precedent de emisiuni de calitate inferioară, oferite publicului la prețuri absurd de mari și, de multe ori, mărite și mai mult prin speculații iresponsabile și o oarecare manipulare. Câteva dintre cele mai importante agenții de pe Wall Street au participat într-o anumită măsură la aceste activități mai puțin lăudabile, ceea ce demonstrează că știuta lăcomie, nebunie și iresponsabilitate n-au fost alungate de pe scena financiară.

Scanned with OKEN Scanner

Investitorul inteligent va acorda atenţie sfaturilor şi recomandărilor primite de la agenţiile de investiţii, mai ales de la cele care se bucură de o reputaţie excelentă; însă va trebui să raporteze aceste sugestii la păreri viabile şi obiective – fie ale lui însuşi, dacă este competent, fie ale altor categorii de sfătuitori.*

Alţi sfătuitori

Există un vechi şi bun obicei, mai ales în oraşele mai mici, de a cere sfaturi de la o bancă locală în privinţa investiţiilor. S-ar putea ca specialiştii unei bănci comerciale să nu fie foarte competenţi în materie de valori mobiliare, dar sunt experimentaţi şi prudenţi. Ei sunt de folos mai ales investitorului amator, care este adeseori tentat să se abată de la calea dreaptă şi neinteresantă a politicii defensive şi care trebuie adus pe calea cea bună de cineva cu o atitudine prudentă. De regulă, investitorul mai abil şi mai agresiv, interesat de un sfat în legătură cu alegerea titlurilor subevaluate, va constata că punctul de vedere al băncii comerciale nu se potriveşte neapărat obiectivelor sale.†

Noi avem o părere mai critică faţă de obiceiul foarte răspândit de a cere sfaturi în privinţa investiţiilor de la rude sau prieteni. Cel care cere informaţiile crede întotdeauna că are motive întemeiate să considere că persoana consultată deţine cunoştinţe sau o experienţă superioară. Din observaţiile noastre putem spune că este aproape la fel de greu să alegi nişte sfătuitori neiniţiaţi satisfăcători ca şi a alege fără niciun ajutor nişte titluri de valoare bune. Multe sfaturi rele sunt date gratuit.

Rezumat

Investitorii pregătiţi să plătească o taxă pentru administrarea fondurilor proprii ar fi bine să aleagă o firmă consacrată şi reputată de consultanţă financiară. Altfel, ei pot apela la departamentul de investiţii al unei mari companii fiduciare sau la serviciul de consiliere oferit contra cost de câteva dintre marile agenţii bursiere. Rezultatele care se

---

* Cei care au ţinut cont de sfatul lui Graham nu vor fi fost fraieriţi să cumpere în 1999 şi 2000 IPO-uri ale companiilor de pe Internet.

† Acest rol tradiţional al băncilor a fost în mare măsură preluat de contabili, avocaţi şi specialişti în planificare financiară.

Scanned with OKEN Scanner

vor obține nu sunt nicidecum excepționale, dar sunt comparabile cu cele obținute de investitorul obișnuit, bine informat și precaut.

Majoritatea cumpărătorilor de titluri primesc sfaturi fără să plătească propriu-zis pentru ele. Este logic așadar ca, în majoritatea cazurilor, ei să nu fie îndreptățiți și să nu se aștepte la rezultate peste medie. Ei trebuie să fie precauți cu toate persoanele, fie brokeri ai clienților, fie vânzători de titluri, care promit venituri sau profituri spectaculoase. Acest lucru se aplică atât în cazul selecției titlurilor de valoare, cât și în cazul îndrumării în arta evazivă (și poate iluzivă) a tranzacțiilor bursiere.

Investitorii defensivi, așa cum i-am definit noi, nu vor fi pregătiți să treacă prin filtrul evaluării independente recomandările făcute de sfătuitorii lor cu privire la titlurile de valoare. Ei pot specifica însă explicit – chiar repetând întruna – tipul titlurilor de valoare pe care vor să le cumpere. Dacă vor respecta sfatul nostru, se vor limita la obligațiunile de prim rang și la acțiunile ordinare ale marilor corporații, de preferat cele care pot fi achiziționate la prețuri care nu sunt mari ținând cont de experiența acumulată și de rezultatele analizei. Specialistul în analiza valorilor mobiliare de la orice agenție bursieră prestigioasă poate alcătui o listă cu asemenea acțiuni ordinare și îi poate spune investitorului dacă prețul curent al acestora este sau nu este destul de moderat ținând seama de experiența anterioară.

Investitorul agresiv va conlucra de regulă activ cu sfătuitorii săi. El le va cere acestora să fie foarte expliciți în recomandările lor și va insista să le treacă prin filtrul evaluării personale. Aceasta înseamnă că investitorul își va adapta așteptările și natura operațiunilor sale bursiere la stadiul cunoștințelor și experienței sale în domeniu. Doar în cazurile excepționale, când sfătuitorii și-au demonstrat din plin integritatea și competența, investitorul se poate baza pe sfatul lor fără să înțeleagă și să aprobe decizia luată.

Întotdeauna au existat vânzători fără principii și brokeri fără scrupule, noi sfătuindu-ne cititorii – ca de obicei – să-și limiteze relațiile, dacă se poate, la membrii Bursei de Valori New York. Reticența ne obligă însă să le mai recomandăm ca transferul și plata titlurilor să se facă prin intermediarul băncii investitorului. Este posibil ca, în câțiva ani, situația neliniștitoare a agențiilor de brokeraj de pe Wall Street să se lămurească complet, dar, la sfârșitul lui 1971, suntem încă de părere că „mai bine să te asiguri decât să-ți pară rău".

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 10

„Mă simt recunoscător față de fata din Milet care, văzând că filozoful Thales își petrece întruna timpul contemplând bolta cerească și privind mereu în sus, a pus ceva în calea lui pentru a-l face să se-mpiedice, avertizându-l că va avea timp să-și desfete mintea cu lucrurile cereşti după ce a privit la cele de la picioarele sale. De fapt ea i-a dat un sfat bun, să se uite la el însuşi, nu la cer."

Michel de Montaigne

AVEȚI NEVOIE DE AJUTOR?

În zilele de glorie de la sfârşitul anilor 1990, mulți investitori au ales să acționeze singuri. Făcând singuri cercetări, alegând singuri acțiunile şi lansând singuri ordine cu ajutorul unui broker online, ei au ocolit costisitoarea infrastructură de cercetare, consiliere şi tranzacționare de pe Wall Street. Din păcate, mulți amatori şi-au afirmat independența chiar înainte de cel mai puternic declin pe care l-a cunoscut piața de la Marea Criză – ceea ce i-a făcut să creadă, în cele din urmă, că au făcut o prostie acționând singuri. Bineînțeles că lucrurile nu stau neapărat aşa; şi cei care au încredințat toate deciziile unei agenții bursiere clasice au pierdut bani.

Pe mulți investitori însă chiar îi liniştesc experiența, discernământul şi părerea unui bun consilier financiar. Unii investitori pot avea nevoie de cineva care să le spună ce randament trebuie să aducă investițiile lor sau câți bani mai trebuie să economisească pentru a-şi atinge obiectivele financiare. Alții pot pur şi simplu să aibă nevoie de cineva pe care să dea vina atunci când investițiile lor îşi pierd valoarea; astfel, în loc să te certi pe tine însuți pentru că nu ai încredere în capacitățile proprii, te apuci să critici pe cineva care, de regulă, se poate apăra singur şi te poate încuraja în acelaşi timp. Aceasta îți poate da exact acel stimul psihologic de care ai nevoie pentru a continua să investeşti într-un moment în care alți investitori pot face atac de cord. În concluzie, aşa cum nu aveți niciun motiv ca să nu vă puteți administra portofoliul, tot aşa nu trebuie să vă fie ruşine să apelați în acest scop la ajutorul unui profesionist.[1]

---

[1] Pentru o discuție deosebit de interesantă cu privire la aceste aspecte, a se vedea Walter Updegrave, „Advice on Advice", *Money*, ianuarie 2003, pp. 53-55.

Scanned with OKEN Scanner

Cum vă puteți da seama dacă aveți nevoie de ajutor? Iată câteva indicii:

Pierderile mari. Dacă portofoliul dumneavoastră a pierdut peste 40% din valoare de la începutul anului 2000 până la sfârşitul lui 2002, rezultatele dumneavoastră sunt mai slabe chiar decât rezultatele funeste ale pieței bursiere în sine. Nu prea contează dacă ați dat-o în bară pentru că ați fost leneşi, imprudenți sau pur şi simplu ghinionişti; după o aşa pierdere, portofoliul dumneavoastră are mare nevoie de ajutor.

Bugetele insuficiente. Dacă vă luptați întruna să vă atingeți obiectivele, nu aveți habar unde se duc banii, vă este imposibil să faceți economii în mod regulat şi nu reuşiți niciodată să vă achitați datoriile la timp, înseamnă că finanțele dumneavoastră au scăpat de sub control. Un consilier vă poate ajuta să recăpătați controlul asupra banilor proprii elaborând un plan financiar cuprinzător în care să se arate cum – şi cât – trebuie să cheltuiți, să împrumutați, să economisiți şi să investiți.

Portofoliile dezordonate. Foarte mulți investitori au crezut, la sfârşitul anilor 1990, că investițiile lor erau diversificate pentru că dețineau 39 de acțiuni „diferite" la firme de pe Internet sau şapte titluri „diferite" la fonduri de acțiuni în creştere din SUA. Dar asta este ca şi cum ai crede că un cor format numai din soprane poate cânta „Old Man River" mai bine decât o singură soprană. Indiferent câte soprane ai avea, corul nu va putea niciodată să atace notele joase dacă din el nu vor face parte şi nişte baritoni. În mod asemănător, dacă toate plasamentele dumneavoastră urcă şi coboară în acelaşi timp, le lipseşte armonia pe care o aduce cu sine adevărata diversificare. Un plan profesionist de „alocare a capitalului" vă poate fi de folos.

Schimbările majore. Dacă ați devenit liber-profesionişti şi aveți nevoie de un plan de pensionare, dacă părinții care îmbătrânesc nu sunt puşi la punct cu banii sau dacă vi se pare că nu vă puteți permite să vă dați copiii la facultate, un consilier nu vă poate doar linişti, ci şi ajuta să vă îmbunătățiți calitatea vieții. În plus, un profesionist calificat vă poate ajuta să profitați de legislația fiscală şi de reglementările cu privire la pensionare şi să le respectați.

AVEȚI ÎNCREDERE, APOI VERIFICAȚI

Nu uitați că escrocii prosperă convingându-vă pe dumneavoastră să aveți încredere în ei şi să nu-i luați la bani mărunți. Înainte de a vă pune destinul financiar în mâinile unui consilier, este absolut necesar să găsiți pe cineva care nu doar să vă liniştească, ci şi să dea dovadă de o cinste ireproşabilă. Aşa cum obişnuia să spună Ronald Reagan,

Scanned with OKEN Scanner

„ai încredere, apoi verifică". Începeți prin a vă gândi la câteva persoane pe care le cunoașteți foarte bine și în care aveți cea mai mare încredere. Apoi întrebați-le dacă vă pot recomanda un consilier în care *ele* au încredere și care, după opinia lor, oferă servicii de calitate pentru taxele pe care le încasează. Un vot de încredere din partea cuiva pe care-l admirați este un bun început.[2]

După ce ați aflat numele consilierului și firma la care lucrează, precum și specialitatea acestuia – este agent de bursă, specialist în planificare financiară, contabil, agent de asigurări? – vă puteți începe cercetările. Introduceți numele consilierului și cel al firmei sale într-un motor de căutare de pe Internet, cum ar fi Google, ca să vedeți ce obțineți (fiți atenți la termeni precum „amendă", „reclamație", „proces", „măsură disciplinară" sau „suspendare"). În cazul în care consilierul este agent de bursă ori de asigurări, contactați biroul comisarului pentru valori mobiliare din statul dumneavoastră (pe site-ul www.nasaa.org se găsește un director ușor de folosit cu legături online) și întrebați dacă împotriva consilierului respectiv s-a luat vreo măsură disciplinară ori s-a înregistrat vreo plângere din partea clienților.[3] Dacă vă gândiți să apelați la un contabil care îndeplinește și funcția de consilier financiar, autoritățile de reglementare contabilă din statul dumneavoastră (pe care le puteți găsi cu ajutorul Asociației Naționale a Comisiilor Statale de Contabilitate pe site-ul www.nasaa.org) vă vor spune dacă acesta are sau nu are abateri la activ.

Specialiștii în planificare financiară (sau firmele lor) trebuie să se înregistreze fie la Comisia de Valori Mobiliare și Burse din SUA, fie la autoritățile de reglementare în domeniul valorilor mobiliare din statul în care funcționează. Pentru a se înregistra, consilierul trebuie să completeze un document format din două părți, denumit „formularul ADV". Acest document trebuie să poată fi văzut și descărcat de pe site-urile www.advisorinfo.sec.gov, www.iard.com sau site-ul autorității de reglementare în domeniul valorilor mobiliare din statul dumneavoastră.

---

[2] Dacă nu reușiți să obțineți o recomandare de la cineva în care aveți încredere, poate reușiți să găsiți un specialist în planificare financiară care oferă servicii numai contra cost cu ajutorul site-ului www.napfa.org (sau www.feeonly.org), ai cărui membri sunt cunoscuți în general pentru standardele înalte de competență și integritate.

[3] O singură reclamație din partea unui client nu este suficientă pentru a desconsidera un consilier, dar existența unui șir interminabil de reclamații este suficientă. O măsură disciplinară luată de autoritățile statale sau federale competente reprezintă de regulă un semn că trebuie să căutați un alt consilier. O altă sursă de informații cu privire la diverși brokeri este http://pdpi.nasdr.com/PDPI.

Scanned with OKEN Scanner

Acordați o atenție specială „paginilor de informare a investitorilor" (Disclosure Reporting Pages), unde consilierul trebuie să treacă orice măsură disciplinară luată împotriva sa de autoritățile de reglementare. (Deoarece se știe că există consilieri fără scrupule care elimină acele pagini înainte de a înmâna un ADV unui potențial client, ar trebui să obțineți singuri un exemplar complet.) Este bine să verificați reputația unui specialist în planificare financiară la www.cfp-board.org, căci unii specialişti care au fost sancționați disciplinar în afara statului de origine se pot strecura prin fisurile legislative. Pentru mai multe sfaturi cu privire la cercetarea pe care trebuie s-o efectuați, a se vedea caseta următoare.

CUVINTE DE LUAT ÎN SEAMĂ

Nevoia de a face cercetări nu încetează după ce ați apelat la serviciile unui consilier. Melanie Senter Lubin, comisarul pentru valori mobiliare al statului Maryland, recomandă atenție la cuvintele şi frazele care anunță posibile probleme. În cazul în care consilierul dumneavoastră continuă să le folosească – sau vă constrânge să faceți ceva care nu vă convine – „atunci luați de îndată legătura cu autoritățile", avertizează Lubin. Iată câteva expresii care ar trebui să vă pună în gardă:

„offshore"
„şansa vieții"
„bancă excelentă"

„Drăguța asta o să se mişte."
„garantat"
„Trebuie să vă grăbiți."

„Este lucru sigur."
„modelul computerizat creat de noi"
„Investitorii cu experiență o cumpără."
„strategie bazată pe opțiuni"
„Tendința este evidentă."

„exclusiv"
„Ar trebui să vă concentrați asupra rezultatelor, nu asupra taxelor."
„Nu vreți să fiți bogat?"

„nu poate pierde"
„Potențialul de creştere este uriaş."
„Nu are şanse să scadă."
„O bag şi pe mama în treaba asta."
„Aveți încredere în mine."
„tranzacții cu mărfuri"

„câştiguri lunare"

Scanned with OKEN Scanner

„Nu vă puteți permite să nu aveți așa ceva."	„strategie activă de alocare a activelor"
„Noi putem bate piața."	„Vă putem limita scăderea."
„Vă va părea rău dacă nu..."	„Nimeni altcineva nu știe să facă asta."

VREAU SĂ VĂ CUNOSC

Unul dintre cele mai importante buletine informative din domeniul planificării financiare a cerut de curând opinia câtorva zeci de consilieri cu privire la modul în care ar trebui să discutați cu ei.[4] Când evaluați un consilier, dumneavoastră ar trebui:

- să aflați dacă acesta este interesat să-i ajute pe clienți ori face lucru de mântuială;
- să stabiliți dacă el înțelege principiile fundamentale ale investițiilor la bursă așa cum sunt ele prezentate în această carte;
- să vedeți dacă este suficient de bine instruit, pregătit și destul de experimentat ca să vă poată ajuta.

Iată în continuare câteva dintre întrebările pe care proeminenți specialiști în planificare financiară consideră că ar trebui să le pună orice client potențial:

De ce lucrați în acest domeniu? Care este declarația de misiune a firmei dumneavoastră? În afară de ceasul deșteptător, ce anume vă mai face să vă treziți dimineața?

Care este filozofia dumneavoastră cu privire la investițiile bursiere? Folosiți acțiuni sau titluri ale fondurilor mutuale? Folosiți analiza tehnică? Folosiți sincronizarea? (Un răspuns afirmativ la oricare dintre ultimele două întrebări reprezintă un semnal negativ pentru dumneavoastră.)

Vă concentrați exclusiv asupra managementului activelor sau oferiți și sfaturi cu privire la impozite, afaceri imobiliare, planificarea pensionării, întocmirea bugetelor, managementul datoriilor și asigurări?

---

[4] Robert Veres, redactor și editor al buletinului informativ *Inside Information*, ne-a împărtășit cu generozitate răspunsurile la aceste întrebări pentru a le include în această carte. Alte liste cu întrebări de verificare se pot găsi pe site-urile www.cfp-board.org și www.napfa.org.

Scanned with OKEN Scanner

Ce instruire, experienţă şi calificări vă recomandă ca să daţi asemenea sfaturi financiare?[5]

Ce nevoi au de regulă în comun clienţii dumneavoastră? Cum mă puteţi ajuta să-mi realizez obiectivele? Cum veţi urmări şi veţi raporta progresul meu? Oferiţi o listă de control pe care eu s-o pot folosi pentru a urmări aplicarea planului financiar pe care-l elaborăm?

Cum alegeţi investiţiile? Ce abordare investiţională credeţi că are cel mai mare succes şi ce dovezi îmi puteţi arăta că aţi reuşit să faceţi asta pentru clienţii dumneavoastră? Ce faceţi atunci când o investiţie dă rezultate slabe un an întreg? (Orice consilier care răspunde „vând" nu merită luat în considerare.)

Atunci când recomandaţi nişte investiţii, acceptaţi orice formă de recompensare de la orice terţ? De ce? În ce circumstanţe? Cât estimaţi că m-ar costa serviciile dumneavoastră în primul an? Ce ar putea determina creşterea sau scăderea acestui cost în timp? (Dacă taxele reprezintă într-un an mai mult de 1% din capitalul dumneavoastră, probabil că ar trebui să căutaţi un alt consilier.[6])

Câţi clienţi aveţi şi cât de des comunicaţi cu ei? Care a fost cel mai bun rezultat realizat cu un client? Ce caracteristici au clienţii dumneavoastră preferaţi? Care a fost cea mai rea experienţă pe care aţi avut-o cu un client şi cum aţi rezolvat problema? Cum stabiliţi dacă un client trebuie să discute cu dumneavoastră sau cu asistenţii dumneavoastră? De regulă, cât timp vă rămân clienţii fideli?

Îmi puteţi arăta un model de extras de cont? (Dacă nu înţelegeţi ce scrie în el, rugaţi-l pe consilier să vă explice. Dacă nu înţelegeţi explicaţia lui, nu este omul de care aveţi nevoie.)

Consideraţi că aveţi succes din punct de vedere financiar? De ce? Cum definiţi succesul financiar?

Ce randament mediu anual credeţi că pot da investiţiile mele? (O cifră mai mare de 8-10% este nerealistă.)

---

[5] Calificări precum CFA, CFP sau CPA indică faptul că acel consilier a urmat şi a absolvit un curs riguros. (Majoritatea celorlalte „combinaţii de litere" corespunzătoare calificărilor afişate de specialiştii în planificare financiară, inclusiv „CFM" sau „CMFC", nu înseamnă mare lucru.) Fapt şi mai important, luând legătura cu organizaţia care acordă calificarea, puteţi verifica reputaţia acestuia, asigurându-vă că el n-a fost sancţionat disciplinar pentru abateri de la reguli sau de la etică.

[6] Dacă vă permiteţi să investiţi mai puţin de 100.000 $, s-ar putea să nu reuşiţi să găsiţi un consilier financiar care să se ocupe de investiţiile dumneavoastră. În acest caz, cumpăraţi diverse titluri ale unor fonduri de indici cu costuri minime, urmaţi sfaturile din această carte, iar portofoliul dumneavoastră va atinge până la urmă o valoare la care vă veţi putea permite un consilier.

Scanned with OKEN Scanner

Îmi puteți arăta o autobiografie a dumneavoastră, formularul ADV şi cel puțin trei referințe? (În cazul în care consilierul sau firma acestuia este obligată să depună un ADV, iar el nu vă dă un exemplar, ridicați-vă şi plecați – iar când plecați, țineți mâna pe portofel.)

S-a plâns vreodată cineva în mod oficial de dumneavoastră? De ce a renunțat la serviciile dumneavoastră ultimul client care a făcut acest lucru?

CUM SĂ-I VENIȚI DE HAC CELUI MAI MARE DUŞMAN

În fine, țineți minte că marii consilieri financiari nu cresc în copaci. De multe ori, cei mai buni au deja foarte mulți clienți – şi vor fi dispuşi să vă accepte şi pe dumneavoastră doar dacă îi păreți a fi pe gustul lor. Prin urmare şi ei vă vor pune câteva întrebări incomode, cum ar fi:

Credeți că aveți nevoie de un consilier financiar?

Care sunt obiectivele dumneavoastră pe termen lung?

Care a fost cea mai mare frustrare pe care ați simțit-o în relațiile dumneavoastră cu alți consilieri (inclusiv dumneavoastră înşivă)?

Aveți un buget? Vă ajung banii? Ce procent din capitalul dumneavoastră cheltuiți în fiecare an?

Privind în urmă cu un an, ce ar trebui să fac eu pentru ca dumneavoastră să fiți mulțumit de progresele pe care le înregistrați?

Cum rezolvați conflictele sau neînțelegerile?

Cum ați reacționat psihic la scăderea pieței începută în 2000?

Care sunt cele mai mari temeri ale dumneavoastră din punct de vedere financiar? Dar cele mai mari speranțe?

Ce randament considerați că este rezonabil pentru investițiile dumneavoastră? (Formulați-vă răspunsul pe baza celor afirmate în capitolul 3.)

Un consilier care nu pune asemenea întrebări – şi care nu se arată destul de interesat de dumneavoastră ca să-şi dea seama în mod intuitiv ce alte întrebări considerați că ar mai trebui să fie puse – nu este omul potrivit.

În primul rând însă, ar trebui să aveți suficientă încredere în consilierul dumneavoastră pentru a-i permite acestuia să vă apere de cel mai mare duşman pe care-l aveți – dumneavoastră înşivă. „Apelați la un consilier", spune comentatorul Nick Murray, „nu ca să vă administreze banii, ci ca să vă țină pe dumneavoastră sub control."

„Dacă consilierul este o linie de apărare între dumneavoastră şi cele mai rele impulsuri ale dumneavoastră", spune analistul financiar

Scanned with OKEN Scanner

Robert Veres, „atunci el trebuie să dispună de mijloace care să vă ajute pe amândoi să le controlați." Dintre aceste mijloace amintim:

- un **plan financiar cuprinzător**, în care să se arate cum veți câştiga, veți economisi, veți cheltui, veți împrumuta şi veți investi banii dumneavoastră;
- o **declarație cu privire la politica de investiții**, în care să se specifice clar abordarea dumneavoastră investițională;
- un **plan de alocare a capitalului**, în care să se arate ce sume veți imobiliza în diferite categorii de investiții.

Acestea sunt elementele de bază pe care trebuie să se fundamenteze o decizie financiară adecvată, iar ele trebuie să fie rezultatul colaborării – dintre dumneavoastră şi consilier – nu să fie impuse în mod unilateral. N-ar trebui să investiți vreun ban sau să luați vreo decizie decât dacă aceste lucruri au fost stabilite şi corespund dorințelor dumneavoastră.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 11

Analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan: abordarea generală

Analiza financiară este astăzi o activitate profesionistă sau semiprofesionistă consacrată şi înfloritoare. Diversele societăţi ale analiştilor care alcătuiesc Federaţia Naţională a Analiştilor Financiari au peste 13.000 de membri, majoritatea lor câştigându-şi existenţa din această activitate intelectuală. Analiştii financiari au manuale, un cod de conduită şi o revistă trimestrială.* Au şi ei partea lor de probleme nerezolvate. În ultimii ani a existat tendinţa de a înlocui conceptul general de „analiză a valorilor mobiliare" cu cel de „analiză financiară". Ultima expresie are implicaţii mai ample şi este mai potrivită pentru a descrie munca majorităţii analiştilor cu experienţă de pe Wall Street. Ar fi bine să vedem analiza valorilor mobiliare ca limitându-se la examinarea şi evaluarea acţiunilor şi obligaţiunilor, iar analiza financiară ca înglobând activităţile respective plus stabilirea politicii de investiţii (alcătuirea portofoliului) şi, pe lângă aceasta, o doză substanţială de analiză economică generală.[1] În acest capitol vom folosi denumirea care se aplică cel mai bine, punând accentul în mod deosebit pe activitatea proprie specialistului în analiza valorilor mobiliare.

Specialistul în analiza valorilor mobiliare se ocupă cu trecutul, prezentul şi viitorul unei emisiuni de valori mobiliare. El descrie afacerea; determină rezultatele din activitatea curentă şi situaţia financiară a acesteia; prezintă punctele tari şi punctele slabe, posibilităţile şi riscurile acesteia; estimează rentabilitatea viitoare pornind de la diverse ipoteze sau de la „cele mai bune estimări". Face ample comparaţii între diverse companii sau analizează situaţia aceleiaşi companii în momente diferite. În fine, îşi exprimă părerea cu privire la siguranţa unei emisiuni, dacă este vorba despre o obligaţiune sau o acţiune

---

* Federaţia Naţională a Analiştilor Financiari este astăzi Asociaţia pentru Management şi Cercetare în Domeniul Investiţiilor; publicaţia sa „trimestrială", *Financial Analysts Journal*, apare în prezent o dată la două luni.

Scanned with OKEN Scanner

privilegiată foarte bine cotată, ori la atractivitatea ei ca achiziție, dacă este vorba despre o acțiune ordinară.

Atunci când face aceste lucruri, specialistul în analiza valorilor mobiliare se folosește de câteva tehnici, mergând de la cele simple până la mai complexe. El poate modifica substanțial cifrele din situațiile anuale ale companiei, chiar dacă ele poartă ștampila sfântă a contabilului public autorizat. În aceste rapoarte, el caută în mod special lucruri care pot avea o valoare mai mare sau mai mică decât cea arătată efectiv de acestea.

Specialistul în analiza valorilor mobiliare elaborează și aplică standarde de siguranță în funcție de care putem stabili dacă o anumită obligațiune sau acțiune privilegiată poate fi considerată suficient de viabilă pentru a se justifica o investiție în ea. Aceste standarde se referă în primul rând la profitul mediu realizat în trecut, dar și la structura capitalului, fondul de rulment, valoarea activelor și alte aspecte.

Până de curând, atunci când s-a ocupat de acțiunile ordinare, specialistul în analiza valorilor mobiliare a aplicat numai rareori standarde de valoare la fel de bine definite ca standardele de siguranță aplicate în cazul obligațiunilor și acțiunilor privilegiate. De cele mai multe ori, se lupta să facă un rezumat al rezultatelor din trecut, o prognoză mai mult sau mai puțin generală – cu accent pe următoarele 12 luni – și să tragă o concluzie destul de arbitrară. Cea din urmă era și încă este formulată cu un ochi la cotațiile sau la graficele bursei. În ultimii ani însă, analiștii au acordat o mare atenție problemei evaluării acțiunilor în creștere. Multe dintre acestea s-au vândut la prețuri atât de mari în raport cu profitul din trecut și cu cel curent, încât cei care le-au recomandat s-au simțit obligați să justifice achiziționarea lor prin previziuni destul de concrete ale profitului așteptat pe o perioadă destul de lungă. Pentru a susține evaluările făcute, s-a invocat, vrând-nevrând, folosirea unor tehnici matematice destul de sofisticate.

Ne vom ocupa ceva mai târziu de aceste tehnici, prezentându-le într-o formă prescurtată. Aici trebuie să remarcăm totuși un paradox neliniștitor, și anume acela că evaluările matematice au devenit predominante tocmai în acele domenii în care ar putea fi considerate cel mai puțin sigure. Căci, cu cât evaluarea depinde mai mult de anticiparea viitorului – și este legată mai puțin de realizările din trecut – cu atât mai vulnerabilă devine la posibilele estimări greșite sau erori grave. Valoarea stabilită pentru o acțiune în creștere cu un

Scanned with OKEN Scanner

multiplicator mare are la bază în mare măsură previziuni care diferă în mod semnificativ de rezultatele din trecut – exceptând poate ritmul de creştere în sine. Astfel, se poate spune că specialiştii în analiza valorilor mobiliare de astăzi se consideră obligaţi să adopte o abordare matematică şi „ştiinţifică" tocmai în situaţiile care se pretează cel mai puţin unui tratament exact.*

Să continuăm totuşi discuţia noastră cu privire la cele mai importante elemente şi tehnici de analiză a valorilor mobiliare. Abordarea de faţă, extrem de condensată, este destinată investitorului neprofesionist. El trebuie să înţeleagă cel puţin despre ce anume vorbeşte şi unde vrea să ajungă specialistul în analiza valorilor mobiliare; mai mult, el trebuie să fie pregătit, dacă se poate, să deosebească analiza superficială de cea riguroasă.

Se consideră că analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan începe cu interpretarea situaţiei financiare anuale a unei companii. Aceasta este o temă pe care am tratat-o pentru profani într-o carte separată, intitulată „Interpretarea situaţiilor financiare".[2] Nu considerăm necesar sau potrivit să abordăm acelaşi subiect în capitolul de faţă, mai ales că, în această carte, se pune accentul pe principii şi

---

* Cu cât este mai mare ritmul de creştere pe care-l prognozaţi şi cu cât este mai mare perioada pentru care-l prognozaţi, cu atât previziunea dumneavoastră devine mai susceptibilă la erori. Dacă, de exemplu, estimaţi că o firmă care obţine un profit de 1 $ pe acţiune îşi poate mări acest profit cu 15% pe an în următorii 15 ani, profitul ei ar ajunge la 8,14 $. Dacă piaţa evaluează firma la de 35 de ori profitul acesteia, înseamnă că acţiunile ei ar ajunge la sfârşitul perioadei la circa 285 $. Dar dacă profitul creşte cu 14%, nu cu 15%, firma ar realiza un profit de 7,14 $ la sfârşitul perioadei – iar şocul acestei neîmpliniri i-ar putea determina pe investitori să nu mai fie dispuşi să plătească un preţ egal cu de 35 de ori profitul. Dacă, să zicem, preţul ar fi de 20 de ori mai mare ca profitul, o acţiune ar ajunge să valoreze circa 140 $, respectiv cu peste 50% mai puţin. Deoarece metodele matematice avansate dau o aparenţă de precizie procesului inerent incert al anticipării viitorului, investitorii trebuie să fie foarte reţinuţi cu oricine pretinde că deţine o soluţie matematică complexă la probleme financiare de bază. Graham spunea următoarele: „În 44 de ani de activitate şi studiu pe Wall Street, n-am văzut făcându-se niciodată nişte calcule serioase cu privire la valoarea acţiunilor ordinare sau la politici de investiţii conexe care să nu se limiteze la socoteli simple sau la metode algebrice elementare. Ori de câte ori se apelează la calcule sau la algebra superioară, este semn că operatorul încearcă să înlocuiască experienţa cu teoria şi, de multe ori, să dea speculaţiei înfăţişarea falsă a unei investiţii." (A se vedea p. 591.)

Scanned with OKEN Scanner

atitudini, nu pe informații și descrieri. Să trecem acum la două întrebări ale căror răspunsuri sunt esențiale pentru selecția investițiilor. Care sunt principalele criterii de siguranță a unei obligațiuni corporatiste sau ale unei acțiuni privilegiate? Care sunt factorii principali care intră în evaluarea unei acțiuni ordinare?

Analiza obligațiunilor

Cea mai demnă de încredere și deci cea mai respectabilă ramură a analizei valorilor mobiliare privește siguranța sau calitatea emisiunilor de obligațiuni și a acțiunilor privilegiate foarte bine cotate. În cazul obligațiunilor corporatiste, ceea ce interesează în primul rând este de câte ori cheltuielile totale cu dobânda sunt acoperite de profitul distribuibil realizat timp de câțiva ani. În cazul acțiunilor privilegiate, interesează de câte ori sunt acoperite dobânda la obligațiuni și dividendele privilegiate luate la un loc.

Standardele aplicate propriu-zis diferă de la o autoritate la alta. Deoarece criteriile sunt, în principiu, arbitrare, nu se poate stabili care dintre ele este cel mai potrivit. În ediția revizuită din 1961 a manualului nostru intitulat „Analiza valorilor mobiliare", recomandam anumite standarde de „acoperire", care apar în tabelul 11-1.*

Criteriul nostru de bază se aplică numai rezultatelor *medii* obținute într-o anumită perioadă. Alte autorități cer ca, pentru fiecare an luat în considerare, să se prezinte o acoperire *minimă*. Ca *alternativă* la criteriul mediei pe șapte ani, noi acceptăm aplicarea criteriului „anului celui mai slab"; ar fi suficient dacă obligațiunea sau acțiunea privilegiată ar îndeplini unul dintre cele două criterii.

---

* În 1972, un investitor în obligațiuni corporatiste nu prea avea altă variantă decât să-și alcătuiască singur portofoliul. Astăzi, circa 500 de fonduri mutuale investesc în obligațiuni corporatiste, creând un portofoliu convenabil, diversificat de titluri. Cum nu vă puteți crea singuri un portofoliu diversificat de obligațiuni dacă nu dispuneți de cel puțin 100.000 $, pentru investitorul inteligent obișnuit va fi cel mai bine dacă va cumpăra pur și simplu titluri la un fond de obligațiuni cu costuri minime, lăsând munca minuțioasă de analiză a solvabilității în seama managerilor acestuia. Pentru mai multe informații despre fondurile de obligațiuni, a se vedea comentariul la capitolul 4.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 11-1. „Acoperirea" minimă recomandată pentru obligaţiuni şi acţiuni privilegiate

A. *Pentru obligaţiunile foarte bine cotate*

Raportul minim dintre profit şi cheltuielile fixe totale:

	Înaintea deducerii impozitului pe venit		*După deducerea impozitului pe venit*	
Tipul întreprinderii	Media pe ultimii 7 ani	Alternativă: raportat la „anul cel mai slab"	Media pe ultimii 7 ani	Alternativă: raportat la „anul cel mai slab"
Companie de utilităţi publice	4 ori	3 ori	2,65 ori	2,10 ori
Căi ferate	5 ori	4 ori	3,20 ori	2,65 ori
Industrie	7 ori	5 ori	4,30 ori	3,20 ori
Comerţ cu amănuntul	5 ori	4 ori	3,20 ori	2,65 ori

B. *Pentru acţiunile privilegiate foarte bine cotate*

Valori minime asemănătoare celor de mai sus trebuie să prezinte raportul dintre profitul înainte de deducerea impozitului pe venit şi suma cheltuielilor fixe plus dublul dividendelor privilegiate.

NOTĂ: Se ia în considerare dublul dividendelor privilegiate pentru că acestea nu se deduc din impozitul pe venit, în vreme ce cheltuielile cu dobânda se deduc.

C. *Alte categorii de obligaţiuni şi acţiuni privilegiate*

Standardele prezentate mai sus nu se aplică (1) holdingurilor din domeniul utilităţilor publice, (2) societăţilor financiare, (3) societăţilor imobiliare. Cerinţele pe care trebuie să le îndeplinească aceste categorii speciale sunt omise aici.

Se poate obiecta că mărirea semnificativă a ratei dobânzii la obligaţiuni înregistrată din 1961 ar justifica întrucâtva reducerea compensatorie a nivelului minim de acoperire a cheltuielilor. Evident că, dacă dobânda ar fi de 8%, nu de 4½%, unei companii industriale i-ar fi mult mai greu să asigure acoperirea de şapte ori a cheltuielilor cu dobânda. Pentru a face faţă unei asemenea schimbări, recomandăm folosirea unui criteriu alternativ, constând în raportul procentual dintre dobânda plătită şi *volumul* datoriei. Valorile ar putea fi de 33% înainte de deducerea impozitului pentru o companie industrială, 20% pentru o companie de utilităţi publice şi 25% pentru o societate de căi ferate. Ar trebui reţinut faptul că, în cazul majorităţii companiilor, raportul real dintre dobânda plătită şi datoria totală este mult mai mic decât

Scanned with OKEN Scanner

valoarea actuală de 8%, ele având avantajul existenței unor emisiuni mai vechi, purtătoare ale unor cupoane mai mici. Dacă se aplică criteriul „anului celui mai slab", valoarea corespunzătoare ar putea fi stabilită la circa două treimi din valoarea avută în vedere în cazul criteriului mediei pe șapte ani.

Pe lângă criteriul acoperirii câștigurilor, se aplică în general și altele. Acestea sunt următoarele:

1. *Mărimea întreprinderii.* Există un standard minim din punctul de vedere al volumului de activitate al unei corporații – diferit pentru cele industriale, companiile de utilități și societățile de cale ferată – și al populației, în cazul unei municipalități.

2. *Raportul acțiuni-capital.* Este raportul dintre prețul de piață al emisiunilor de acțiuni inferioare* și valoarea nominală totală a datoriei, sau datoria plus valoarea acțiunilor privilegiate. Existența unei investiții în acțiuni inferioare care trebuie să suporte prima grosul șocurilor produse de evoluțiile nefavorabile reprezintă o „garanție" sau o măsură sumară de protecție. Acest factor înglobează evaluarea pe care piața o face perspectivelor întreprinderii.

3. *Valoarea bunurilor.* Valoarea activelor, înscrisă în bilanț sau determinată prin calcule, era considerată înainte principalul factor de siguranță și de protecție al unei emisiuni de obligațiuni. Experiența a demonstrat că, în majoritatea cazurilor, siguranța este dată de rentabilitate, iar dacă aceasta este deficitară, activele își pierd cea mai mare parte a valorii lor prezumate. Valoare activelor rămâne însă un important criteriu al siguranței generale a unei emisiuni de obligațiuni și acțiuni privilegiate în cazul a trei categorii de întreprinderi: companiile de utilități publice (deoarece dobânzile pot depinde în mare măsură de investițiile în bunuri), societățile imobiliare și societățile de investiții.

În acest moment, investitorul vigilent ar trebui să întrebe: câtă încredere se poate avea în criteriile de siguranță bazate pe rezultatele

---

* Prin „emisiuni de acțiuni inferioare" Graham înțelege emisiunile de acțiuni ordinare. Acțiunile privilegiate sunt considerate „superioare" în raport cu acțiunile ordinare pentru că firma trebuie să plătească dividendele la acțiunile privilegiate înainte de a le plăti pe cele corespunzătoare acțiunilor ordinare.

Scanned with OKEN Scanner

din trecut şi prezent, ţinând cont de faptul că plata dobânzii şi a capitalului investit iniţial depinde de ceea ce va aduce viitorul? Răspunsul se întemeiază exclusiv pe experienţă. Din analiza plasamentelor făcute de-a lungul timpului se observă că obligaţiunile şi acţiunile privilegiate care au îndeplinit criterii riguroase de siguranţă, bazate pe rezultatele din trecut, au reuşit, în marea majoritate a cazurilor, să facă faţă cu succes vicisitudinilor viitoare. Acest lucru este demonstrat din plin de obligaţiunile emise în importantul domeniu al căilor ferate – domeniu care a fost marcat de o frecvenţă dezastruoasă a falimentelor şi pierderilor substanţiale. În aproape toate cazurile, societăţile de cale ferată care au întâmpinat probleme au emis prea multe obligaţiuni, în perioadele de relativă prosperitate au prezentat un raport inadecvat de acoperire a cheltuielilor fixe şi astfel este posibil să fi fost ignorate de investitorii care au aplicat criterii stricte de siguranţă. În schimb, practic toate societăţile de cale ferată care au îndeplinit aceste criterii au scăpat de problemele financiare. Teza noastră a fost susţinută din plin de evoluţia situaţiei financiare a numeroase societăţi de cale ferată reorganizate în anii 1940 şi în 1950. Cu o singură excepţie, toate şi-au reînceput activitatea cu nişte cheltuieli fixe reduse în aşa măsură încât acoperirea curentă a dobânzii fixe avea o valoare semnificativă sau cel puţin respectabilă. Excepţia o constituia New Haven Railroad, care, în anul reorganizării sale, 1947, a acoperit din profit noile cheltuieli numai de 1,1 ori. În consecinţă, pe când celelalte societăţi de cale ferată au putut să depăşească perioadele dificile fără ca solvabilitatea să le fie afectată, compania New Haven Railroad a reintrat în administrare judiciară (pentru a treia oară) în 1961.

În capitolul 17 ne vom referi la unele aspecte legate de falimentul companiei Penn Central Railroad, care a zdruncinat comunitatea financiară în 1970. Un fapt esenţial legat de acest caz a fost acela că acoperirea cheltuielilor fixe nu a corespuns standardelor riguroase încă din 1965; prin urmare, un investitor prudent în obligaţiuni se poate să fi evitat sau să fi renunţat la emisiunile de obligaţiuni ale companiei cu mult înainte de prăbuşirea ei financiară.

Observaţiile noastre cu privire la folosirea cu succes a rezultatelor din trecut drept criteriu de apreciere a siguranţei în viitor se aplică, într-o măsură şi mai mare chiar, companiilor de utilităţi publice, care constituie un domeniu major al investiţiilor în obligaţiuni. Intrarea în faliment a unei companii de utilităţi (electricitate) solid capitalizate

BCU "Alexandru Ioan Cuza" ŞTIINŢE ECONOMICE

Scanned with OKEN Scanner

este aproape imposibilă. De la înființarea Comisiei de Valori Mobiliare și Burse (SEC),* precum și de la dezmembrarea majorității holdingurilor, finanțarea companiilor de utilități publice a fost una corespunzătoare, iar falimentele, un fapt necunoscut. Problemele financiare ale companiilor de electricitate și gaze din anii 1930 s-au datorat aproape în totalitate exceselor financiare și proastei administrări, care și-au pus în mod clar amprenta pe capitalizarea companiilor. De aceea, aplicarea unor criterii simple, dar riguroase de siguranță l-ar fi ținut la distanță pe investitor de emisiunile care avea să intre ulterior în incapacitate de plată.

Între emisiunile de obligațiuni industriale, rezultatele pe termen lung au fost diferite. Deși companiile industriale în ansamblu au înregistrat o creștere mai susținută a rentabilității comparativ atât cu societățile de căi ferate, cât și cu firmele de utilități, diversele companii și domenii de activitate au demonstrat un grad mai mic de stabilitate intrinsecă. Astfel, în trecut, cel puțin, au existat motive convingătoare pentru a limita investițiile în obligațiuni și acțiuni privilegiate industriale la companii care nu doar că sunt de mari dimensiuni, ci și au demonstrat în trecut capacitatea de a face față unei crize serioase.

Puține obligațiuni industriale au intrat în incapacitate de plată din 1950, dar acest fapt se datorează în parte absenței unei crize majore în această perioadă. Din 1966, s-au înregistrat evoluții nefavorabile ale situației financiare a multor companii industriale. Expansiunea imprudentă a generat probleme considerabile. Pe de o parte, au crescut atât împrumuturile bancare, cât și datoriile pe termen lung; pe de altă parte, s-au înregistrat adeseori pierderi din exploatare în locul profiturilor prognozate. La începutul lui 1971, s-a calculat că, în ultimii șapte ani, dobânzile plătite de toate firmele fără activități în sectorul financiar au crescut de la 9,8 miliarde $ în 1963 la 26,1 miliarde $ în 1970 și că acestea au reprezentat 29% din profitul total înainte de plata dobânzii și a impozitelor în 1971, față de numai 16% în 1963.[3] Evident, povara multor firme a crescut și mai mult. Companiile cu prea multe obligațiuni emise au devenit ceva obișnuit. Avem toate

---

* După ce investitorii au pierdut miliarde de dolari ca urmare a prăbușirii acțiunilor companiilor de utilități create cu atâta imprudență în perioada 1929-1932, Congresul a autorizat SEC să reglementeze emisiunea de acțiuni în domeniul utilităților publice prin „Legea holdingurilor din domeniul utilităților publice", adoptată în 1935.

Scanned with OKEN Scanner

motivele să repetăm avertismentul formulat în ediția din 1965 a cărții noastre:

> Nu suntem foarte înclinați să sugerăm că investitorul poate conta pe perpetuarea la infinit a acestei situații favorabile și deci își poate relaxa standardele de selecție a obligațiunilor, fie ele industriale sau din altă categorie.

Analiza acțiunilor ordinare

Forma ideală de analiză a acțiunilor ordinare ajută la stabilirea unei valori a emisiunii care poate fi comparată cu prețul curent pentru a determina dacă titlul respectiv este sau nu este atrăgător pentru investitori. Această valoare, la rândul ei, era stabilită de regulă în trecut prin estimarea profitului mediu care se putea realiza *în viitor* într-un număr de ani și apoi prin înmulțirea rezultatului cu un „factor de capitalizare" corespunzător.

Procedeul standard actual de estimare a rentabilității viitoare se bazează pe mediile *din trecut* ale volumului fizic, prețurilor obținute și marjei de exploatare. Apoi se prognozează valoarea vânzărilor pe baza unor ipoteze cu privire la variația volumului și a prețurilor în raport cu perioada de referință. Aceste estimări, la rândul lor, se întemeiază în primul rând pe previziunile generale cu privire la produsul național brut și apoi pe calcule speciale aplicabile sectorului de activitate și companiei în discuție.

Un exemplu de aplicare a acestei metode de evaluare se găsește în ediția din 1965 a cărții noastre, el putând fi actualizat prin adăugarea datelor care lipsesc. Value Line, un important serviciu financiar, face previziuni cu privire la profiturile și dividendele viitoare folosind procedeul prezentat pe scurt mai înainte și apoi determină un indice al „potențialității prețului" (sau o valoare prognozată de piață) aplicând la fiecare emisiune o formulă bazată pe anumite raporturi din trecut. În tabelul 11-2 reproducem previziunile făcute în iunie 1964 pentru perioada 1967-1969 și le comparăm cu profitul și prețul mediu al pieței realizate efectiv în 1968 (care sunt foarte apropiate de valorile din perioada 1967-1969).

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 11-2. Indicele Dow Jones Industrial Average

(Prognoza Value Line pentru 1967-1969 – făcută la mijlocul anului 1964 – comparată cu rezultatele efective din 1968)

	Profit ($)		Prețul la 30 iunie 1964	Prețul prognozat 1967-1969	Prețul mediu 1968[a]
	Prognozat 1967-1969	Realizat 1968[a]			
Allied Chemical	3,70	1,46	54½	67	36½
Aluminum Corp. of Am.	3,85	4,75	71½	85	79
American Can	3,50	4,25	47	57	48
American Tel. & Tel.	4,00	3,75	73½	68	53
American Tobacco	3,00	4,38	51½	33	37
Anaconda	6,00	8,12	44½	70	106
Bethlehem Steel	3,25	3,55	36½	45	31
Chrysler	4,75	6,23	48½	45	60
Du Pont	8,50	7,82	253	240	163
Eastman Kodak	5,00	9,32	133	100	320
General Electric	4,50	3,95	80	90	90½
General Foods	4,70	4,16	88	71	84½
General Motors	6,25	6,02	88	78	81½
Goodyear Tire	3,25	4,12	43	43	54
Internat. Harvester	5,75	5,38	82	63	69
Internat Nickel	5,20	3,86	79	83	76
Internat. Paper	2,25	2,04	32	36	33
Johns Manville	4,00	4,78	57½	54	71½
Owens-Ill. Glass	5,25	6,20	99	100	125½
Procter & Gamble	4,20	4,30	83	70	91

Scanned with OKEN Scanner

Sears Roebuck	4,70	5,46	118	78	122½
Standard Oil of Cal.	5,25	5,59	64½	60	67
Standard Oil of N.J.	6,00	5,94	87	73	76
Swift & Co.	3,85	3,41[b]	54	50	57
Texaco	5,50	6,04	79½	70	81
Union Carbide	7,35	5,20	126½	165	90
United Aircraft	4,00	7,65	49½	50	106
U.S. Steel	4,50	4,69	57½	60	42
Westinghouse Elec.	3,25	3,49	30½	50	69
Woolworth	2,25	2,29	29½	32	29½
Total	138,25	149,20	2222	2186	2450
DJIA (total % 2,67)	52,00	56,00	832	820	918[c]
DJIA efectiv 1968	57,89				906[c]
DJIA efectiv 1967-1969	56,26				

[a] Valori ajustate în funcție de scindările de acțiuni produse din 1964.
[b] Media pe 1967-1969.
[c] Diferență datorată schimbării divizorului.

Valorile combinate ale prognozelor s-au dovedit a fi ceva mai mici decât cele reale, dar nu cu mult. Previziunile corespunzătoare făcute cu şase ani înainte s-au dovedit a fi prea optimiste în privința profitului şi a dividendelor; acest lucru a fost compensat prin folosirea unui multiplicator mic, rezultatul fiind acela că indicele „potențialității prețului" s-a dovedit a fi aproximativ egal cu prețul mediu real din 1963.

Cititorul va observa că destul de multe prognoze individuale au fost foarte diferite de rezultatul real. Acest lucru vine în sprijinul concepției noastre generale conform căreia estimările compozite sau de grup au şanse să fie mult mai precise decât cele făcute pentru o companie sau alta. Ideal ar fi, poate, ca specialistul în analiza valorilor mobiliare să aleagă trei-patru companii al căror viitor crede că-l cunoaşte cel mai bine şi să-şi îndrepte atenția sa şi pe cea a clienților

Scanned with OKEN Scanner

săi spre valorile pe care le prognozează pentru ele. Din păcate, pare a fi aproape imposibil să-ţi dai seama dinainte care prognoze individuale sunt demne de încredere şi care au mari şanse de a se dovedi greşite. În principiu, acesta este motivul pentru care fondurile de investiţii îşi diversifică foarte mult portofoliul. Căci este fără îndoială mai bine să te concentrezi asupra unei acţiuni despre care *ştii* că se va dovedi foarte profitabilă decât să-ţi diluezi rezultatele numai de dragul diversificării. Nu se procedează însă aşa din cauză că lipseşte *siguranţa*.[4] Prevalenţa diversificării este ea însăşi o repudiere pragmatică a fetişului „selectivităţii", pe care cei de pe Wall Street îl adoră întruna numai din buze.*

Factorii care influenţează rata capitalizării

Deşi profitul mediu viitor ar trebui să fie principalul factor determinant al valorii, specialistul în analiza valorilor mobiliare ţine seama de alţi câţiva factori, a căror natură este definită mai mult sau mai puţin. Majoritatea lor vor determina rata capitalizării, care poate varia extrem de mult, în funcţie de „calitatea" emisiunii de acţiuni. Astfel, cu toate că două companii pot avea acelaşi profit prognozat pentru o acţiune în 1973-1975 – să zicem de 4 $ – analistul poate

---

* În ultimii ani, majoritatea fondurilor mutuale au imitat aproape ca nişte roboţi indicele bursier Standard & Poor's 500, ca nu cumva randamentele lor să se deosebească de cel al indicelui din cauza plasamentelor lor diferite. În schimb, unele companii care administrează fonduri au lansat ceea ce ele numesc portofolii „concentrate", formate din 25-50 de acţiuni despre care managerii declară că sunt „cea mai bună idee" a lor. Nu rămâne decât ca investitorii să se întrebe dacă celelalte fonduri gestionate de aceiaşi administratori cuprind cele mai proaste idei ale lor. Având în vedere că majoritatea fondurilor cu „cele mai bune idei" nu obţin rezultate cu mult peste medie, investitorii sunt îndreptăţiţi să se întrebe de asemenea dacă ideile administratorilor merită chiar să fie luate în primul rând în seamă. Pentru investitori fără îndoială pricepuţi precum Warren Buffett, diversificarea ar fi o prostie, căci ea ar diminua forţa concentrată a câtorva idei valoroase. Pentru administratorul tipic al unui fond sau pentru investitorul individual însă, a *nu* practica diversificarea este o prostie, căci este foarte greu să alegi un număr limitat de acţiuni dintre care să facă parte majoritatea celor performante şi să nu facă parte majoritatea celor neperformante. Pe măsură ce deţii mai multe acţiuni, paguba pe care ţi-o poate face o singură acţiune neperformantă se diminuează, iar şansele de a deţine toate acţiunile performante cresc. Varianta ideală pentru majoritatea investitorilor o reprezintă un fond de indici bursieri, aceasta fiind o modalitate puţin costisitoare de a deţine toate acţiunile în care merită să investeşti.

Scanned with OKEN Scanner

evalua acţiunile uneia la 40, iar acţiunile celeilalte la 100. Să ne ocupăm puţin de câteva aspecte care determină valorile atât de diferite ale acestor multiplicatori.

1. *Perspectivele generale pe termen lung*. Deşi nimeni nu ştie de fapt nimic despre ce se va întâmpla în viitorul îndepărtat, analiştii şi investitorii au totuşi păreri solide în această privinţă. Aceste păreri se reflectă în diferenţele semnificative existente între valorile raportului preţ-profit corespunzător diverselor companii şi cele corespunzătoare grupurilor de firme. În acest punct, în ediţia din 1965 adăugam următoarele:

> De exemplu, la sfârşitul lui 1963, acţiunile companiilor din industria chimică aflate în componenţa coşului DJIA aveau un multiplicator cu mult mai mare decât cel al acţiunilor companiilor din industria petrolieră, ceea ce indica o încredere mai mare în perspectivele firmelor din primul grup decât în cele ale firmelor din ultimul grup. Asemenea diferenţieri pe care le face piaţa au de multe ori o fundamentare solidă, dar când sunt dictate în special de rezultatele din trecut, şansele ca ele să fie corecte sau eronate sunt la fel de mari.

Vom prezenta aici, în tabelul 11-3, datele de la sfârşitul anului 1963 cu privire la acţiunile companiilor din industriile chimică şi petrolieră care intră în coşul DJIA şi vom include şi profiturile lor de la sfârşitul anului 1970. Se va vedea că, după 1963, acţiunile companiilor din industria chimică n-au adus practic niciun câştig, în ciuda valorii ridicate a multiplicatorului lor. Companiile petroliere au obţinut rezultate mult mai bune decât companiile din industria chimică, conforme cu creşterea indicată în mod indirect de multiplicatorii lor din 1963.[5] Astfel, exemplul nostru cu acţiunile companiilor din industria chimică s-a dovedit a fi unul dintre cazurile în care multiplicatorii de piaţă nu au indicat evoluţia reală.*

---

* Observaţia pe care Graham o face cu privire la companiile din industria chimică şi cea petrolieră din anii 1960 se aplică aproape tuturor sectoarelor de activitate din aproape toate perioadele. Părerea unanimă a celor de pe Wall Street cu privire la viitorul unui anumit sector este de regulă fie prea optimistă, fie prea pesimistă. Şi mai rău, acest consens este extrem de încurajator tocmai când acţiunile sunt supraevaluate la maximum şi extrem de deprimant tocmai când ele sunt foarte ieftine. Exemplul cel mai recent ni-l oferă, bineînţeles, acţiunile firmelor din domeniul tehnologiei de vârf şi al telecomunicaţiilor, care au atins maxime-record

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 11-3. Rezultatele acţiunilor companiilor din industria chimică şi cea petrolieră care intră în coşul DJIA, 1970 faţă de 1964

	1963			*1970*		
	Preţ de închidere	Profit pe acţiune	Raport PP	Preţ de închidere	Profit pe acţiune	Raport PP
Companii din industria chimică:						
Allied Chemical	55	2,77	19,8	$24^{1}/_{8}$	1,56	15,5
Du Pont[a]	77	6,55	23,5	133½	6,76	19,8
Union Carbide[b]	60¼	2,66	22,7	40	2,60	15,4
			25,3 med.			
Companii petroliere:						
Standard Oil of Cal.	59½	4,50	13,2	54½	5,36	10,2
Standard Oil of N.J.	76	4,74	16,0	73½	5,90	12,4
Texaco[b]	35	2,15	16,3	35	3,02	11,6
			15,3 med.			

[a] Cifrele pe 1963 ajustate în funcţie de distribuţia acţiunilor General Motors.
[b] Cifrele pe 1963 ajustate în funcţie de scindările ulterioare de acţiuni.

Scanned with OKEN Scanner

2. *Managementul.* Pe Wall Street se vorbeşte mult pe această temă, dar cu puţin folos. Până când nu se vor găsi şi nu se vor aplica criterii obiective, cantitative şi suficient de sigure de competenţă managerială, influenţa acestui factor va continua să fie neclară. Este logic să pornim de la premisa că o companie cu realizări remarcabile beneficiază de un management excepţional. Acest lucru se va fi reflectat deja în rezultatele din trecut; el se va reflecta din nou în estimările pentru următorii cinci ani şi încă o dată în perspectivele pe termen lung, despre care am discutat mai înainte. Tendinţa de a-l lua în calcul de mai multe ori ca factor pozitiv separat poate duce uşor la supraevaluări costisitoare. Factorul managerial este foarte util, credem noi, în cazurile în care s-a produs de curând o schimbare care n-a avut încă timpul să se reflecte în indicatorii reali.

Două evenimente spectaculoase de acest gen au fost asociate cu Chrysler Motor Corporation. Primul a avut loc în 1921, când Walter Chrysler a preluat comanda aproape muribundei companii Maxwell Motors, iar în câţiva ani a făcut din ea o mare şi foarte profitabilă întreprindere, în vreme ce multe alte companii constructoare de automobile au fost obligate să-şi înceteze activitatea. Al doilea s-a întâmplat în 1962, când Chrysler nu mai era ce fusese odată, iar acţiunile ei se vindeau la cel mai scăzut preţ înregistrat după mulţi ani. Apoi noi acţionari, asociaţi cu firma Consolidation Coal, au preluat frâiele. Profitul a crescut de la 1,24 $ pe acţiune în 1961 la echivalentul a 17 $ în 1963, iar preţul a crescut de la un minim de 38½ în 1962 la echivalentul a aproape 200 în chiar anul următor.[6]

3. *Forţa financiară şi structura capitalului.* Acţiunile unei companii cu un foarte mare excedent de disponibilităţi şi fără alte obligaţii de plată în afara acţiunilor ordinare reprezintă în mod evident o investiţie mai bună (la acelaşi preţ) decât cele care oferă acelaşi profit pe acţiune, dar aparţinând unor companii care au contractat importante împrumuturi bancare şi au emis titluri superioare. Aceşti factori sunt

---

când viitorul lor a părut foarte promiţător, în 1999 şi la începutul lui 2000, după care s-au prăbuşit pe parcursul întregului an 2002. Experienţa demostrează că „specialiştii" în prognoză de pe Wall Street sunt la fel de incapabili să prevadă rezultatele (1) pieţei în ansamblu, (2) sectoarelor industriale şi (3) diferitelor acţiuni. După cum remarcă Graham, nu sunt şanse mari ca investitorii individuali să se descurce mai bine. Investitorul inteligent se distinge prin faptul că ia decizii care nu depind de precizia prognozelor nimănui, inclusiv ale lui însuşi. (A se vedea capitolul 8.)

Scanned with OKEN Scanner

avuți în vedere așa cum trebuie de specialiștii în analiza valorilor mobiliare. Un volum modest de obligațiuni sau acțiuni privilegiate însă nu este neapărat un dezavantaj în raport cu acțiunile ordinare, așa cum nu este nici folosirea moderată a creditului bancar sezonier. (Apropo, o structură dezechilibrată – prea puține acțiuni ordinare în raport cu obligațiunile și acțiunile privilegiate – poate, în condiții favorabile, să determine realizarea unui uriaș profit *speculativ* din acțiunile ordinare. Acest factor este cunoscut sub numele de „efect de pârghie".)

4. *Plata dividendelor*. Una dintre dovezile cele mai convingătoare ale calității superioare o constituie plata neîntreruptă a dividendelor vreme de mai mulți ani la rând. Noi credem că plata continuă a dividendelor cel puțin în ultimii 20 de ani este un factor important care influențează pozitiv evaluarea calității companiei. De fapt, s-ar putea ca investitorul defensiv să fie îndreptățit să-și limiteze achizițiile la firmele care îndeplinesc acest criteriu.

5. *Rata actuală a dividendului*. Acest ultim factor suplimentar este cel mai greu de analizat într-o manieră satisfăcătoare. Din fericire, majoritatea companiilor au ajuns să urmeze ceea ce se poate numi o politică standard a dividendului. Prin aceasta se înțelege distribuirea a circa două treimi din profitul lor mediu, exceptând faptul că, în ultima perioadă, când s-au obținut profituri mari, iar cererea inflaționistă de capital a crescut, proporția respectivă a avut o tendință de scădere. (În 1969, ea a fost de 59,5% pentru acțiunile din coșul Dow Jones și de 55% pentru toate corporațiile americane.)* Unde există un raport normal între dividend și profit, evaluarea se poate face în funcție de oricare dintre ele, fără ca rezultatul să fie foarte diferit. De exemplu, acțiunile unei companii secundare obișnuite, cu un profit anticipat mediu de 3 $ și un dividend anticipat de 2 $ pot fi evaluate la de 12 ori profitul ori la de 18 ori dividendul, ajungându-se în ambele cazuri la valoarea de 36.

---

* Valoarea acestui indicator, cunoscut în prezent sub denumirea de „rată de plată a dividendului", a scăzut considerabil de pe vremea când scria Graham, legislația fiscală americană descurajându-i pe investitori să alerge după dividende, iar companiile să plătească dividende. La sfârșitul anului 2000, rata de plată a dividendului a fost de 34,1% în cazul acțiunilor din coșul S & P 500, iar în aprilie 2000, a coborât la numai 25,3% – cel mai scăzut nivel din toate timpurile. (A se vedea www.barra.com/research/fundamentals.asp.) Despre politica dividendului vom discuta mai pe larg în comentariul la capitolul 19.

Scanned with OKEN Scanner

Tot mai multe companii în creştere se abat însă de la politica standard la un moment dat a distribuirii sub formă de dividende a cel puţin 60% din profit, pe motiv că interesele acţionarilor vor fi satisfăcute mai bine dacă aproape tot profitul va fi păstrat pentru a finanţa expansiunea. Această idee ridică unele probleme şi reclamă câteva diferenţieri bine precizate. Am hotărât să lăsăm analiza chestiunii vitale a politicii adecvate a dividendului pentru o secţiune ulterioară – capitolul 19 – unde ne vom ocupa de ea în cadrul problemei generale a relaţiilor dintre administraţie şi acţionari.

Ratele de capitalizare ale acţiunilor în creştere

Majoritatea scrierilor specialiştilor în analiza valorilor mobiliare cu privire la metodele recunoscute de evaluare au legătură cu stabilirea valorii acţiunilor în creştere. Studiind diversele metode folosite, am ajuns la o formulă scurtă şi foarte simplă de evaluare a acţiunilor în creştere, menită să dea valori destul de apropiate de cele rezultate în urma calculelor matematice mai sofisticate. Formula noastră este aceasta:

Valoarea = Profitul curent (normal) × (8,5 + de două ori ritmul anual de creştere anticipat)

Ritmul de creştere ar trebui să fie cel anticipat pentru următorii şapte-zece ani.[7]

În tabelul 11-4 vă prezentăm rezultatele care se obţin cu formula noastră în cazul în care se folosesc diferite ritmuri de creştere prognozată. Se poate face cu uşurinţă şi calculul invers, determinându-se ritmul de creştere anticipat la preţul curent al pieţei, presupunând că formula noastră este valabilă. În ultima ediţie a cărţii noastre am făcut acest calcul pentru acţiunile din coşul DJIA şi pentru acţiunile a şase companii importante. Valorile obţinute sunt reproduse în tabelul 11-5. La vremea respectivă, le comentam astfel:

> Diferenţa dintre ritmul anual de creştere implicit de 32,4% în cazul Xerox şi cel extrem de modest de 2,8% în cazul General Motors este într-adevăr şocantă. Ea poate fi determinată în parte de sentimentul investitorilor că profitul din 1963 al companiei General Motors – cel mai mare obţinut vreodată de o corporaţie – se poate menţine cu dificultate şi poate fi depăşit în cel mai bun caz doar cu foarte puţin. Pe de altă parte, raportul preţ-profit înregistrat de Xerox este foarte reprezentativ pentru entuziasmul speculativ asociat unei companii care a realizat multe şi probabil că promite şi mai mult.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 11-4. Multiplicatorii anuali ai profitului calculați în funcție de ritmul anticipat al creșterii, cu ajutorul unei formule simplificate

Ritmul anticipat al creşterii	0,0%	2,5%	5,0%	7,2%	10,0%	14,3%	20,0%
Creşterea în 10 ani	0,0%	28,0%	63,0%	100,0%	159,0%	280,0%	319,0%
Multiplicatorul profitului curent	8,5	13,5	18,5	22,9	28,5	37,1	48,5

TABELUL 11-5. Ritmurile implicite sau anticipate de creştere (decembrie 1963 şi decembrie 1969)

Compania	*Raportul PP, 1963*	*Ritmul prognozat[a] de creştere, 1963 (%)*	*Profitul pe acţiune*		*Creşterea anuală reală, 1963-1969 (%)*	*Raportul PP, 1969*	*Ritmul prognozat[a] de creştere, 1969 (%)*
			1963	*1969*			
American Tel. & Tel.	23,0	7,3	3,03	4,00	4,75	12,2	1,8
General Electric	29,0	10,3	3,00	3,79[b]	4,0	20,4	6,0
General Motors	14,1	2,8	5,55	5,95	1,17	11,6	1,6
IBM	38,5	15,0	3,48[c]	8,21	16,0	44,4	17,9
International Harvester	13,2	2,4	2,29[c]	2,30	0,1	10,8	1,1
Xerox	25,0	32,4	0,38[c]	2,08	29,2	50,8	21,2
DJIA	18,6	5,1	41,11	57,02	5,5	14,0	2,8

[a] Calculat cu formula de la p. 309.
[b] Media pe 1968 şi 1970, în 1969 profitul fiind mai mic din cauza grevei.
[c] Ajustat în funcţie de scindările de acţiuni.

Scanned with OKEN Scanner

Ritmul implicit sau anticipat de creştere de 5,1% aferent acţiunilor din coşul DJIA este comparabil cu creşterea anuală reală de 3,4% (compusă) din perioadele 1951-1953 şi 1961-1963.

Ar fi trebuit să atragem atenţia asupra unui aspect: valorile acţiunilor cu un ritm anticipat de creştere foarte ridicat sunt neapărat mai mici, dacă ar fi să plecăm de la premisa că aceste ritmuri de creştere se vor realiza efectiv. De fapt, potrivit calculelor, dacă s-ar putea porni de la ipoteza că o companie va creşte într-un ritm de 8% sau mai mult o perioadă *nedefinită*, valoarea ei ar fi infinită, iar acţiunile ei nu ar avea niciodată un preţ prea mare. În aceste cazuri, evaluatorul nu face decât să ia în calcul o *marjă de siguranţă* – aşa cum procedează un inginer atunci când întocmeşte specificaţiile unei construcţii. Ţinând cont de acest lucru, investiţiile ar atinge obiectivul stabilit de el (în 1963, un randament total viitor de 7½% pe an) chiar dacă ritmul de creştere realizat efectiv s-ar dovedi mult mai mic decât cel prognozat şi folosit în formulă. Bineînţeles că, dacă acest ritm s-ar realiza efectiv, investitorul ar obţine în mod sigur un câştig suplimentar substanţial. Nu există de fapt o posibilitate de a evalua companiile cu un ritm înalt de creştere (cu un ritm anticipat mai mare de, să zicem, 8% pe an), astfel încât analistul să poată formula ipoteze realiste *atât* cu privire la valoarea adecvată a multiplicatorului profitului curent, *cât şi* cu privire la valoarea probabilă a multiplicatorului profitului viitor.

Întâmplarea a făcut ca ritmul real de creştere al companiilor IBM şi Xerox să fie foarte apropiat de ritmul înalt rezultat din calculele noastre. După cum tocmai am explicat, această frumoasă performanţă a contribuit în mod inevitabil la creşterea substanţială a preţului ambelor emisiuni. Creşterea acţiunilor din coşul DJIA a fost şi ea foarte apropiată de valoarea prognozată pe baza preţului de închidere a pieţei din 1963. Ritmul moderat de 5% nu a creat însă dilema matematică pe care au creat-o ritmurile companiilor Xerox şi IBM. Creşterea de 23% a preţului înregistrată până la finele lui 1970, la care s-a adăugat randamentul agregat al dividendelor de 28% nu a fost cu mult diferită de câştigul total anual de 7½% avansat de formula noastră. Despre celelalte patru companii, este suficient să spunem că ritmul lor de creştere n-a fost cel prognozat pe baza preţului din 1963, iar cotaţiile lor n-au crescut, la fel cum s-a întâmplat şi cu cele din coşul DJIA. *Avertisment:* aceste informaţii sunt furnizate numai în scop

Scanned with OKEN Scanner

ilustrativ şi datorită faptului că, în analiza valorilor imobiliare, este absolut necesar să se prognozeze ritmul de creştere al majorităţii companiilor studiate. Cititorul nu trebuie să creadă că aceste prognoze sunt exacte sau, invers, că preţurile vor evolua cu siguranţă în viitor după cum se vor împlini sau nu se vor împlini aceste previziuni.

Ar trebui să subliniem că orice evaluare „ştiinţifică" sau cel puţin cât de cât sigură a acţiunilor bazată pe rezultatele viitoare anticipate trebuie să ţină seama de ratele viitoare ale dobânzii. Profiturile sau dividendele aşteptate ar avea o valoare actuală mai mică dacă am porni de la premisa că dobânzile sunt mai mari decât dacă am presupune că ele sunt mai mici.* Asemenea ipoteze n-au fost niciodată sută la sută sigure, iar din cauza oscilaţiilor bruşte înregistrate în ultima vreme de ratele dobânzilor pe termen lung, prognozele de acest gen sunt aproape nişte acte de curaj. Prin urmare am păstrat vechea noastră formulă, prezentată mai înainte, pur şi simplu pentru că nicio formulă nouă nu ni s-a părut mai plauzibilă.

Analiza sectorului de activitate

Deoarece perspectivele generale ale întreprinderii au un rol important în stabilirea preţurilor pieţei, este normal ca specialistul în analiza valorilor mobiliare să acorde o atenţie deosebită poziţiei sectorului de activitate în economie şi poziţiei companiei în sectorul său de activitate. Studiile de acest gen pot fi extrem de amănunţite. Ele oferă uneori informaţii preţioase despre factori importanţi care se vor manifesta în viitor şi care nu sunt luaţi în seamă suficient de investitorii actuali. Atunci când se poate trage o concluzie de acest gen cu o anumită certitudine, ea oferă o bază solidă pentru deciziile de investiţii.

Observaţiile noastre ne determină totuşi să minimalizăm întrucâtva valoarea practică a majorităţii studiilor sectoriale puse la dispoziţia

---

* De ce? Potrivit „regulii lui 72", la o dobândă de 10%, o sumă de bani îşi dublează valoarea în ceva mai mult de şapte ani, pe când la o dobândă de 7%, ea se se dublează în ceva mai mult de zece ani. Când ratele dobânzilor sunt mari, suma de bani pe care trebuie s-o puneţi deoparte în prezent pentru a ajunge la o anumită valoare în viitor este *mai mică* – căci acele rate ale dobânzilor o vor ajuta să crească mai repede. Astfel, creşterea ratelor dobânzilor în prezent determină scăderea valorii profiturilor sau dividendelor viitoare – căci alternativa plasării banilor în obligaţiuni a devenit mai interesantă.

Scanned with OKEN Scanner

investitorilor. Informaţiile furnizate sunt de obicei destul de cunoscute publicului şi au exercitat deja o influenţă considerabilă asupra cotaţiilor bursiere. Rareori se găseşte un studiu al vreunei agenţii de brokeraj care să reliefeze, cu date convingătoare, că un sector de activitate preferat de investitori se apropie de declin sau că unul ocolit de aceştia este pe punctul de a cunoaşte o perioadă de prosperitate. Se ştie că părerea celor de pe Wall Street cu privire la viitorul mai îndepărtat este supusă greşelii, iar acest lucru se aplică neapărat acelei părţi importante a investigaţiilor acestora care vizează direct prognoza evoluţiei profiturilor din diverse sectoare de activitate.

Trebuie să recunoaştem însă că progresul rapid şi general al tehnologiei din ultimii ani a produs efecte majore asupra atitudinii şi sarcinilor specialistului în analiza valorilor mobiliare. Mai mult ca în trecut, progresul sau regresul unei companii obişnuite poate depinde în deceniul următor de relaţia ei cu produsele şi procesele noi, pe care analistul poate avea şansa de a le studia şi evalua *înainte*. Astfel, analistul are fără îndoială posibilitatea să desfăşoare o activitate utilă, constând în deplasări pe teren, discuţii cu cercetătorii şi realizarea pe cont propriu a unor investigaţii tehnologice profunde. Concluziile pe care le trag investitorii în primul rând pe baza acestor previziuni şi care nu sunt susţinute de o valoare demonstrabilă în prezent prezintă anumite riscuri. Poate însă că la fel de riscant este să rămâi strict între limitele impuse de valoarea stabilită prin calcule riguroase, bazate pe rezultate reale. Investitorul nu poate proceda şi într-un fel, şi în celălalt. El poate da frâu liber imaginaţiei, căutând să obţină profiturile mari care răsplătesc o viziune dovedită viabilă de desfăşurarea evenimentelor; dar atunci el trebuie să-şi asume riscul major al comiterii unor erori de calcul mai mari sau mai mici. Ori poate să fie prudent şi să nu plătească decât un preţ cu puţin mai mare pentru nişte posibilităţi care nu sunt dovedite încă; în acest caz însă, trebuie să fie pregătit să mediteze mai târziu la ocaziile importante pe care le-a ratat.

Un proces de evaluare în două etape

Să ne întoarcem pentru o clipă la ideea de evaluare sau apreciere a valorii unei acţiuni ordinare, despre care am început să discutăm la p. 301. Reflectând îndelung la aceasta, am ajuns la concluzia că ar fi mai bine ca ea să fie realizată altfel decât se obişnuieşte în prezent. Le

Scanned with OKEN Scanner

sugerăm analiştilor să determine mai întâi ceea ce noi numim „valoarea rezultatelor din trecut", care se bazează exclusiv pe realizările anterioare. Ea ar reflecta valoarea pe care ar avea-o acţiunea – în termeni absoluţi sau ca procentaj din valoarea DJIA ori a indicelui compozit S & P – dacă se presupune că rezultatele relative din trecut aferente acesteia nu se vor modifica în viitor. (Aici intră şi ipoteza că ritmul relativ de creştere înregistrat de aceasta în ultimii şapte ani va rămâne neschimbat în următorii şapte ani.) Această operaţie ar putea fi realizată în mod automat, aplicând o formulă de atribuire a unor ponderi valorilor înregistrate în trecut de indicatorii profitabilităţii, stabilităţii şi creşterii, precum şi situaţiei financiare actuale. Cea de-a doua parte a analizei ar trebui să se refere la măsura în care valoarea determinată exclusiv pe baza rezultatelor din trecut trebuie modificată ca urmare a condiţiilor diferite aşteptate în viitor.

O asemenea procedură ar împărţi sarcinile între analiştii cu experienţă şi cei începători după cum urmează: 1) analistul cu experienţă ar elabora formula aplicabilă tuturor companiilor pentru a determina valoarea rezultatelor din trecut; 2) analiştii începători ar determina apoi valorile respective pentru companiile alese – în mare măsură în mod automat; 3) analistul cu experienţă ar stabili după aceea în ce măsură rezultatul unei companii – absolut sau relativ – are şanse să difere de cel din trecut şi cum trebuie modificată valoarea pentru ca ea să reflecte aceste schimbări anticipate. Cel mai bine ar fi ca raportul analistului cu experienţă să cuprindă atât valoarea iniţială, cât şi cea modificată, indicând motivele pentru care a operat modificarea.

Merită realizată această operaţiune? Răspunsul nostru este unul afirmativ, dar motivele noastre îi pot părea cititorului întrucâtva cinice. Nu ştim dacă valorile astfel stabilite se vor dovedi suficient de exacte în cazul companiei industriale tipice, fie ea mare sau mică. Vom ilustra problemele pe care le ridică această operaţiune în capitolul următor, când vom discuta despre Aluminum Company of America (ALCOA). Ea trebuie totuşi efectuată în cazul acţiunilor ordinare emise de aceste companii. De ce? În primul rând, pentru că mulţi specialişti în analiza valorilor mobiliare sunt obligaţi să stabilească valoarea actuală sau cea prognozată, aceasta fiind o sarcină de serviciu. Metoda pe care o propunem noi ar trebui să fie mai bună decât cele folosite în general în prezent. În al doilea rând, pentru că analiştii care o folosesc pot căpăta cunoştinţe şi informaţii utile. În al

Scanned with OKEN Scanner

treilea rând, pentru că o activitate de această natură ar putea furniza un bagaj nepreţuit de cunoştinţe – aşa cum se întâmplă de atâta vreme în medicină – care pot ajuta la elaborarea unor metode mai bune de analiză şi la cunoaşterea posibilităţilor şi limitelor acesteia. Acţiunile companiilor de utilităţi publice se pot dovedi un domeniu important în care această abordare să-şi demonstreze valoarea pragmatică reală. Până la urmă, investitorul inteligent se va limita la acele grupuri de firme al căror viitor pare a fi suficient de previzibil* sau a căror marjă de siguranţă oferită de valoarea rezultatelor din trecut în raport cu preţul actual este atât de mare, încât poate să-şi asume riscurile pe care le implică variaţiile viitoare – la fel ca atunci când alege să investească în titluri superioare cu garanţii solide.

În capitolele următoare vă vom oferi exemple concrete legate de aplicarea tehnicilor de analiză. Ele nu vor avea însă decât un rol ilustrativ. Dacă cititorul îl consideră interesant, ar trebui să se ocupe metodic şi exclusiv de acest subiect pentru a se putea considera competent să stabilească singur dacă trebuie să cumpere sau să vândă un titlu de valoare.

---

* Ar fi bine ca aceste grupuri de firme să nu depindă prea mult de factori imprevizibili precum ratele fluctuante ale dobânzilor sau evoluţia viitoare a preţurilor la materii prime cum ar fi petrolul sau metalele. Ca variante posibile amintim sectoare de activitate precum jocurile de noroc, producţia de cosmetice, producţia de băuturi alcoolice, azilurile sau depozitarea deşeurilor.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 11

„– Vrei să-mi spui, te rog, încotro s-o apuc de aici?
– Depinde unde vrei să ajungi, spuse Pisica."

Lewis Carroll, „Aventurile Alisei în Ţara Minunilor"

Ce preţ să punem pe viitor?

Ce factori determină preţul pe care ar trebui să fiţi dispuşi să-l plătiţi pentru o acţiune? De ce o companie valorează de 10 ori profitul acesteia, iar alta, de 20 de ori? Cum puteţi avea cât de cât certitudinea că nu plătiţi prea mult pentru un viitor aparent roz care se dovedeşte a fi un coşmar?

Graham consideră că sunt hotărâtoare cinci lucruri.[1] El le rezumă astfel:

- „perspectivele generale pe termen lung" ale companiei;
- calitatea managementului acesteia;
- forţa financiară şi structura de capital a acesteia;
- dividendele plătite în trecut;
- rata actuală a dividendului.

Să analizăm aceşti factori prin prisma pieţei actuale.

Perspectivele pe termen lung. În zilele noastre, investitorul inteligent ar trebui să înceapă prin a descărca cel puţin rapoartele anuale din ultimii cinci ani (formularul 10-K) de pe site-ul companiei sau din baza de date EDGAR aflată la adresa de Internet www.sec.gov.[2] Cercetaţi apoi cu atenţie situaţiile financiare, culegând

---

[1] Pentru că puţini investitori individuali din ziua de astăzi cumpără – sau ar trebui să cumpere – obligaţiuni individuale, vom limita discuţia la analiza acţiunilor. Pentru mai multe informaţii despre fondurile de obligaţiuni, a se vedea comentariul la capitolul 4.

[2] Ar trebui de asemenea să obţineţi cel puţin rapoartele trimestriale pe un an (din formularul 10-Q). Prin definiţie, presupunem că sunteţi un investitor „întreprinzător", dornic să acorde o atenţie considerabilă portofoliului său. Dacă vi se pare că operaţiunile din acest capitol vă dau prea mult de muncă,

Scanned with OKEN Scanner

informații care să vă ajute să răspundeți la două întrebări prioritare: ce anume determină creşterea acestei companii şi de unde vin (şi vor veni) profiturile acesteia? Iată câteva dintre problemele la care trebuie să fiți atenți:

- Compania este un „cumpărător în serie". O medie de peste două-trei achiziții pe an este un semn că pot exista probleme. În definitiv, dacă chiar acea companie ar cumpăra mai degrabă acțiunile altor firme decât să investească în propriile acțiuni, n-ar trebui oare ca şi dumneavoastră să vă îndreptați atenția în altă parte? De asemenea, vedeți ce s-a întâmplat cu achizițiile făcute de companie în trecut. Atenție la bulimia corporatistă, adică la firmele care au înghițit afaceri importante doar ca să le verse după aceea înapoi. Lucent, Mattel, Quaker Oats şi Tyco International sunt printre companiile care au trebuit să renunțe la achizițiile făcute când pierderile au devenit insuportabile. Alte firme au apelat continuu la scăderea valorii activelor sau la amortizări scriptice, dovedind astfel că au plătit prea mult pentru achizițiile lor din trecut. Acest lucru este de rău augur pentru tranzacțiile viitoare.[3]
- Compania este dependentă de BAO, contractând împrumuturi sau vânzând acțiuni şi strângând astfel o grămadă de Bani ai Altor Oameni. Aceste infuzii substanțiale de BAO sunt denumite „numerar din activități de finanțare" în situația fluxurilor de numerar din raportul anual. Datorită lor, o companie bolnavă poate părea că se dezvoltă chiar dacă afacerile ei principale nu generează destul numerar – aşa cum s-a întâmplat cu puțin timp în urmă cu Global Crossing şi WorldCom.[4]

înseamnă că nu aveți temperamentul potrivit pentru a vă alege singur acțiunile. Nu puteți spera să obțineți rezultatele la care vă gândiți dacă nu faceți ceea ce vă recomandăm noi.

[3] Puteți găsi de obicei detalii despre achiziții în secțiunea intitulată „Discuția şi analiza managementului" („Management's Discussion and Analysis") a formularului 10-K; comparați-le cu ceea ce scrie în notele de subsol ale situațiilor financiare. Pentru mai multe informații despre „cumpărătorii în serie", a se vedea comentariul la capitolul 12.

[4] Pentru a afla dacă o companie este dependentă de BAO, studiați „Situația fluxurilor de numerar" din situațiile financiare. Ea prezintă intrările şi ieşirile de numerar ale companiei defalcate pe „activități de exploatare", „activități de investiții" şi „activități de finanțare". Dacă numerarul din activitățile de exploatare este constant negativ, în vreme ce numerarul din activitățile de finanțare este constant pozitiv, compania obişnuieşte să ceară mai mulți bani decât pot

Scanned with OKEN Scanner

- Compania este un fel de „Johnny ştie să cânte doar o notă", veniturile sale provenind de la un singur client (sau de la câțiva clienți). În octombrie 1999, producătorul de fibre optice Sycamore Networks, Inc. a vândut pentru prima oară acțiuni la bursă. În prospect se arăta că un client, Williams Communications, aducea tot venitul de 11 milioane $ al companiei. Traderii au evaluat cu generozitate acțiunile Sycamore la 15 milioane $. Din nefericire, Williams a dat faliment după numai doi ani. Deşi Sycamore şi-a făcut alți clienți, acțiunile ei au pierdut 97% din valoare între 2000 şi 2002.

Atunci când studiați sursele de creştere şi profit, fiți atenți atât la aspectele pozitive, cât şi la cele negative. Dintre semnele bune amintim:

- Compania are un „şanț de apărare" foarte mare sau un avantaj competitiv. Asemenea castelelor, unele companii pot fi luate uşor cu asalt de concurenți agresivi, în vreme ce altele sunt aproape inexpugnabile. Câțiva factori pot lărgi şanțul de apărare al unei companii: o solidă *identitate a mărcii* (gândiți-vă la Harley Davidson, ai cărei cumpărători îşi tatuează pe corp emblema companiei); o poziție de *monopol* sau de cvasimonopol pe piață; *economiile de scară* sau capacitatea de a oferi cantități mari de bunuri sau servicii cu costuri mici (gândiți-vă la Gillette, care produce miliarde de lame de ras); un *activ intangibil* unic (gândiți-vă la Coca-Cola, a cărei rețetă secretă de fabricare a esenței aromate nu are o valoare fizică reală, dar asigură fidelitatea de neprețuit a consumatorilor); *rezistența la înlocuire* (majoritatea firmelor nu au alternativă la curentul electric, aşa încât companiile de utilități nu vor fi înlocuite probabil foarte curând).[5]
- Compania este un maratonist, nu un sprinter. Studiind situațiile veniturilor din anii anteriori, puteți vedea dacă veniturile şi profiturile nete au crescut permanent şi într-un ritm constant timp de zece ani. Un articol recent apărut în *Financial*

---

produce afacerile sale – iar dumneavoastră n-ar trebui să vă alăturați celor care „încurajează" acest prost obicei. Pentru mai multe date despre Global Crossing, a se vedea comentariul la capitolul 12. Pentru mai multe date despre WorldCom, a se vedea caseta din comentariul la capitolul 6.

[5] Pentru mai multe lucruri legate de „şanțurile de apărare", a se vedea lucrarea clasică a profesorului Michael E. Porter de la Harvard Business School, intitulată *Competitive Strategy* (Free Press, New York, 1998).

Scanned with OKEN Scanner

Analysts Journal a confirmat ceea au demonstrat alte studii (şi experienţa tristă a multor investitori): companiile care înregistrează cea mai mare creştere tind să se încingă şi să capoteze.[6] Dacă profitul brut creşte pe termen lung într-un ritm de 10% (sau, cel net, de 6-7%), acesta este viabil. Dar creşterea cu 15% pe care multe companii şi-o stabilesc este o iluzie. Iar un ritm şi mai mare – sau o creştere bruscă într-un interval de unu-doi ani – este aproape sigur că se va diminua treptat, asemenea unui maratonist fără experienţă care încearcă să alerge toată cursa ca şi cum ar participa la un sprint pe distanţa de 100 m.

- Compania seamănă *şi* culege. Indiferent cât de bune sunt produsele sau cât de cunoscute sunt mărcile sale, o companie trebuie să investească în dezvoltarea unor afaceri noi. Deşi activitatea de cercetare-dezvoltare nu este o sursă de creştere în prezent, poate fi în viitor – mai ales dacă firma este cunoscută pentru faptul că-şi întinereşte afacerile cu idei şi utilaje noi. Bugetul mediu destinat activităţii de cercetare-dezvoltare variază în funcţie de sectorul de activitate şi de firmă. În 2002, Procter & Gamble a cheltuit circa 4% din încasările nete cu activitatea de cercetare-dezvoltare, în vreme ce 3M a cheltuit 6,5%, iar Johnson & Johnson 10,9%. Pe termen lung, o companie care nu investeşte deloc în cercetare-dezvoltare este cel puţin la fel de vulnerabilă ca o firmă care investeşte prea mult.

Calitatea şi conduita managerilor. Managerii unei companii trebuie să spună ce vor face, apoi să facă ce au spus. Studiaţi rapoartele anuale din trecut pentru a vedea ce previziuni au făcut managerii şi dacă le-au îndeplinit ori nu le-au îndeplinit. Managerii ar trebui să-şi recunoască fără înconjur nerealizările şi să-şi asume răspunderea pentru ele, în loc să găsească ţapi ispăşitori precum „economia", „incertitudinea" sau „cererea slabă". Vedeţi dacă tonul şi substanţa scrisorii preşedintelui rămân constante sau fluctuează în funcţie de ultimele capricii de pe Wall Street. (Atenţie mare la anii în care s-a înregistrat un avânt puternic, precum 1999: au declarat deodată managerii unei companii producătoare de ciment sau de

[6] A se vedea Cyrus A. Ramezani, Luc Soenen, Alan Jung, „Growth, Corporate Profitability, and Value Creation", *Financial Analysts Journal*, noiembrie-decembrie 2002, pp. 56-67; articol disponibil şi la http://cyrus.cob.calpoly.edu/.

Scanned with OKEN Scanner

lenjerie intimă că sunt „în avangarda revoluției informatice transformatoare"?)

Aceste întrebări vă pot ajuta să aflați și dacă oamenii care conduc firma vor acționa în interesul oamenilor care o dețin:

- Sunt în căutarea celui mai bun?

  O firmă care-i plătește managerului general 100 de milioane $ pe an ar face bine să aibă un motiv foarte solid. (Poate că acesta a descoperit – și a brevetat – elixirul tinereții? Ori a aflat Eldorado și l-a cumpărat cu 1 $ acrul? Sau a luat legătura cu o formă de viață de pe o altă planetă și a negociat un contract prin care extratereștrii se obligă să cumpere tot ceea ce le trebuie de la o singură companie de pe Pământ?) Altfel, un asemenea salariu din cale-afară de mare indică faptul că firma este condusă de manageri *pentru* manageri.

  Dacă o companie reevaluează („reemite" sau „schimbă") opțiunile de cumpărare a acțiunilor destinate inițiaților, stați departe. Prin această schimbare neașteptată, o companie anulează opțiunile existente (de regulă fără valoare) ale angajaților și managerilor, înlocuindu-le cu altele noi, la prețuri avantajoase. Dacă nu se permite niciodată ca valoarea lor să scadă la zero, în vreme ce profitul lor potențial este întotdeauna nelimitat, cum pot opțiunile să încurajeze buna administrare a activelor unei companii? Orice firmă consacrată care-și reevaluează opțiunile – așa cum fac zeci de firme din domeniul tehnologiei de vârf – este o rușine. Iar orice investitor care cumpără acțiuni la o asemenea companie este o oaie care se milogește să fie tunsă.

  Studiind în raportul anual nota de subsol obligatorie despre opțiunile de cumpărare a acțiunilor, puteți afla cât de mare este „surplusul în opțiuni". De exemplu, AOL Time Warner a menționat în raportul anual că, la 31 decembrie 2002, avea emise 4,5 miliarde de acțiuni ordinare – într-o notă de subsol însă se arată că firma a emis opțiuni pentru alte 657 de milioane de acțiuni. Prin urmare, profiturile viitoare ale AOL se vor împărți la un număr de acțiuni mai mare cu 15%. Ar trebui să țineți seama de posibila avalanșă a unor noi acțiuni rezultate din opțiuni ori de câte ori estimați valoarea viitoare a unei companii.[7]

---

[7] Jason Zweig este angajat al AOL Time Warner și deține opțiuni la compania respectivă. Pentru mai multe informații despre opțiunile de cumpărare a unor acțiuni, a se vedea comentariul la capitolul 19, p. 528.

Scanned with OKEN Scanner

„Formularul 4", care se poate obține din baza de date EDGAR de la www.sec.gov, arată dacă managerii de rang înalt şi directorii unei firme cumpără sau vând acțiuni. Un inițiat poate avea motive întemeiate să vândă – diversificarea portofoliului, o casă mai mare, un divorț – însă vânzările repetate contra unor sume mari sunt un important avertisment. Un manager nu vă poate fi partener dacă vinde întruna, iar dumneavoastră cumpărați.

- Ce sunt ei, manageri sau promotori?

Managerii ar trebui să-şi petreacă majoritatea timpului ocupându-se de compania lor, nu promovând-o publicului interesat să investească. De foarte multe ori, managerii generali se plâng că acțiunile firmelor lor sunt subevaluate indiferent cât de mult ar creşte – uitând de recomandarea insistentă a lui Graham ca managerii să încerce să împiedice creşterea *sau* scăderea exagerată a prețului acțiunilor.[8] Între timp, foarte mulți manageri financiari oferă „date orientative în privința profiturilor" sau estimări legate de profiturile trimestriale ale companiei. Iar unele firme sunt dependente de publicitate, emițând constant comunicate de presă în care fac reclamă unor „posibilități" temporare, nesemnificative sau ipotetice.

Câteva companii – inclusiv Coca-Cola, Gillette şi USA Interactive – au început să „spună nu" modului de gândire pe termen scurt specific celor de pe Wall Street. Aceste câteva firme curajoase furnizează mai multe amănunte despre bugetele lor actuale şi planurile lor pe termen lung, refuzând să facă speculații cu privire la ce ar putea aduce următoarele 90 de zile. (Pentru a vedea un exemplu de comunicare deschisă şi corectă a unei companii cu acționarii ei, accesați baza de date EDGAR de pe site-ul www.sec.gov şi studiați formularele 8-K ale companiei Expeditors International din Washington, care postează periodic aici dialogurile cu proprii acționari.)

În fine, întrebați dacă practicile de contabilitate ale companiei sunt menite să asigure transparența rezultatelor financiare – sau opacitatea lor. Dacă continuă să apară cheltuieli „irepetabile", dacă nişte costuri „excepționale" sunt menționate atât de des încât par obişnuite, dacă acronime precum

[8] A se vedea nota 19 din comentariul la capitolul 19, p. 508.

Scanned with OKEN Scanner

EBITDA* sunt mai importante decât venitul net sau dacă profiturile „pro forma" sunt folosite pentru a masca pierderile reale, s-ar putea să vă uitați la o firmă care n-a învățat încă să pună pe primul loc interesele pe termen lung ale acționarilor.[9]

Forța financiară și structura capitalului. Cea mai simplă definiție posibilă a unei afaceri performante este aceasta: afacerea care generează mai mult numerar decât consumă. Managerii pricepuți găsesc permanent o posibilitate de a folosi în mod eficient acest numerar. Pe termen lung, companiile care se încadrează în această definiție își măresc aproape sigur valoarea, indiferent ce se întâmplă cu piața bursieră.

Începeți prin a studia situația fluxurilor de numerar din raportul anual al companiei. Vedeți dacă numerarul din exploatare a crescut constant vreme de 10 ani. Apoi puteți merge mai departe. Warren Buffett a popularizat conceptul de *profit al proprietarului*, care este dat de venitul net plus amortizarea și deprecierea minus cheltuielile normale de investiții. După cum se exprimă managerul de portofoliu Christopher Davis de la Davis Selected Advisors, „dacă ați fi singurul proprietar al acestei afaceri, câți bani ați avea în buzunar la sfârșitul anului?". Pentru că ține seama de costuri precum amortizarea și deprecierea care nu influențează soldul contului de disponibilități al companiei, profitul proprietarului poate fi un indicator mai bun decât venitul net raportat. Pentru a ajusta definiția profitului proprietarului, ar mai trebui să scădeți din venitul net raportat:

- costurile emiterii de opțiuni de cumpărare a acțiunilor, din cauza cărora o parte a profitului nu mai ajunge la acționarii existenți, ci la noii proprietari;
- toate cheltuielile „neobișnuite", „irepetabile" sau „excepționale";
- orice „venit" de la fondul de pensii al companiei.

Dacă profitul pe acțiune al proprietarului a crescut într-un ritm mediu de cel puțin 6-7% în ultimii 10 ani, compania este un generator stabil de numerar, iar perspectivele sale de creștere sunt bune.

---

* „Earnings before interest, taxes, depreciation, and amortization" (profit înainte de deducerea dobânzii, impozitelor, deprecierii și amortizării). (N. trad.)

[9] Pentru mai multe amănunte legate de aceste aspecte, a se vedea comentariul la capitolul 12 și excelentul eseu scris de Joseph Fuller și Michael C. Jensen, „Just Say No to Wall Street", la http://papers.ssrn.com.

Scanned with OKEN Scanner

În continuare, uitați-vă la structura capitalului companiei. Studiați bilanțul pentru a vedea ce datorii (inclusiv acțiuni privilegiate) are compania; în general, datoriile pe termen lung ar trebui să reprezinte mai puțin de jumătate din tot capitalul. Citind notele de subsol ale situațiilor financiare, puteți stabili dacă dobânda la datoria pe termen lung este fixă (de mărime constantă) sau variabilă (de mărime fluctuantă, datoria putând deveni costisitoare dacă ratele dobânzilor cresc).

Căutați în raportul anual graficul sau situația care prezintă „raportul dintre profit şi cheltuielile fixe". Graficul din raportul pe anul 2002 al Amazon.com arată că profitul firmei a fost cu 145 de milioane $ mai mic decât cheltuielile cu dobânzile. În viitor, Amazon va trebui fie să câştige mai mult din activitățile curente, fie să găsească un mod de a împrumuta bani la dobânzi mai mici. Altfel, compania ar putea ajunge să fie deținută nu de acționarii ei, ci de posesorii de creanțe, care pot emite pretenții asupra activelor Amazon dacă nu au altă posibilitate de a primi dobânzile care li se cuvin. (Ca să fim corecți, raportul profit-cheltuieli fixe al companiei Amazon a fost mult mai bun în 2002 decât cu doi ani înainte, când profitul a fost mai mic decât cheltuielile aferente datoriilor contractate cu 1,1 miliarde $.)

Şi acum, câteva cuvinte despre politica legată de dividende şi acțiunile companiei (pentru mai multe amănunte, vă rugăm să consultați capitolul 19):

- Compania trebuie să dovedească faptul că pentru dumneavoastră este mai bine dacă ea nu plăteşte dividende. Dacă firma a obținut constant rezultate mai bune decât concurența indiferent că situația de pe piață a fost bună sau rea, este limpede că managerii folosesc în mod optim numerarul. Dacă însă afacerea este instabilă sau acțiunile ei au un randament mai mic decât cele ale rivalilor, înseamnă că managerii şi administratorii folosesc greşit numerarul refuzând să plătească dividende.
- Companiile care-şi scindează în mod repetat acțiunile – şi fac reclamă acestor operațiuni în comunicate de presă care-ți taie răsuflarea – îi tratează pe investitori ca pe nişte proşti. Asemenea lui Yogi Berra, care voia ca pizza lui să fie tăiată în patru pentru că „nu cred că pot să mănânc opt porții", acționarii care se dau în vânt după scindările de acțiuni sunt pe de lături. Două acțiuni de 50 $ nu valorează mai mult decât una de 100 $. Managerii care apelează la scindări pentru a face reclamă acțiunilor companiei stârnesc şi încurajează cele

Scanned with OKEN Scanner

mai rele instincte ale investitorilor, iar investitorul inteligent se va gândi de două ori înainte de a-şi da banii pe mâna unor astfel de manipulatori aroganţi.[10]

- Companiile ar trebui să-şi răscumpere acţiunile atunci când acestea sunt ieftine, nu când preţul lor este maxim sau aproape de nivelul maxim. Din păcate, în ultima vreme, companiile s-au obişnuit să-şi răscumpere acţiunile *când acestea sunt supraevaluate*. Nu există un mod mai cinic de a risipi banii unei companii – căci obiectivul real al acestei manevre este acela de a le permite managerilor de rang înalt să încaseze milioane de dolari vânzându-şi opţiunile în numele „creşterii valorii pentru acţionari".

Multe date neoficiale indică de fapt că managerii care vorbesc despre „creşterea valorii pentru acţionar" rareori reuşesc asta. În domeniul investiţiilor, ca şi în viaţă în general, victoria supremă revine de obicei celor care fac, nu celor care vorbesc.

[10] Despre scindările de acţiuni se va discuta mai amănunţit în comentariul la capitolul 13.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 12

Lucruri de avut în vedere cu privire la profitul pe acțiune

Vom începe acest capitol cu două sfaturi adresate investitorului care au inevitabil implicații contradictorii. Primul este acesta: nu luați în serios profitul dintr-un singur an. Al doilea este următorul: dacă nu acordați atenție profitului pe termen scurt, fiți atenți la bombele care se ascund în valorile profitului pe acțiune. Dacă prima noastră recomandare ar fi respectată cu strictețe, cea de-a doua n-ar mai fi necesară. Dar este prea mult să ne așteptăm ca majoritatea acționarilor să ia toate deciziile care au legătură cu acțiunile ordinare în funcție de rezultatele și perspectivele pe termen lung. Valorile trimestriale și mai ales cele anuale beneficiază de multă atenție din partea cercurilor financiare, iar acest accent nu se poate să nu influențeze modul de gândire al investitorului. S-ar putea ca el să aibă nevoie de ceva educație în acest domeniu, care abundă în posibilități înșelătoare.

În momentul scrierii acestui capitol, a apărut în *Wall Street Journal* raportul pe anul 1970 cu privire la profitul înregistrat de Aluminum Company of America (ALCOA). Primele valori arată astfel:

	1970	1969
Profit pe acțiune[a]	5,20 $	5,58 $

Potrivit unei note de subsol, micul [a] de la început se referă la „profitul primar", înainte de scăderea cheltuielilor speciale. Există multe alte note de subsol; de fapt, ele ocupă de două ori mai mult spațiu decât valorile de bază în sine.

Numai în perioada octombrie-decembrie, „profitul pe acțiune" este de 1,58 $ în 1970, față de 1,56 $ în 1969.

Investitorul ori speculatorul interesat de acțiunile ALCOA, care vede aceste cifre, și-ar putea spune: „Nu-i chiar atât de rău. Știam că, în 1970, industria aluminiului este în recesiune. Dar în trimestrul al patrulea se observă o creștere față de 1969, profitul anual fiind de

Scanned with OKEN Scanner

6,32 $. Ia să vedem. Acțiunile se vând cu 62. Oare de ce, căci asta înseamnă mai puțin de zece ori profitul. Păi, așa acțiunile sunt destul de ieftine, comparativ cu de 16 ori profitul în cazul companiei International Nickel etc., etc."

Dacă însă investitorul sau speculatorul nostru s-ar fi deranjat să citească tot ceea ce scrie în notele de subsol, ar fi văzut că, în loc de o valoare pentru profitul pe acțiune din anul 1970, există de fapt *patru*, și anume:

	1970	*1969*
Profit primar ($)	5,20	5,58
Venit net (după scăderea cheltuielilor speciale) ($)	4,32	5,58
Complet diluat, înainte de scăderea cheltuielilor speciale ($)	5,01	5,35
Complet diluat, după scăderea cheltuielilor speciale ($)	4,19	5,35

Pentru trimestrul al patrulea se dau doar două valori:

Profit primar ($)	1,58	1,56
Venit net (după scăderea cheltuielilor speciale) ($)	0,70	1,56

Ce înseamnă toate aceste valori suplimentare ale profitului? Care profit este cel real pentru anul respectiv și pentru trimestrul al patrulea? Dacă ultimul ar fi de 70 de cenți – venitul net după scăderea cheltuielilor speciale – profitul anual ar fi de 2,80 $, nu de 6,32 $, iar prețul de 62 ar fi de „22 de ori mai mare ca profitul", nu de 10 ori, cum am spus la început.

La o parte din întrebarea referitoare la „adevăratul profit" al companiei ALCOA se poate răspunde destul de ușor. Reducerea de la 5,20 $ la 5,01 $, menită să ia în calcul efectele „diluării", este în mod evident binevenită. ALCOA are emise multe obligațiuni convertibile în acțiuni ordinare; pentru a calcula „rentabilitatea" acțiunilor ordinare pe baza rezultatelor din 1970, trebuie să se plece de la premisa că dreptul de conversie se va exercita dacă deținătorii de obligațiuni vor considera că este profitabil să facă acest lucru. Suma din raportul ALCOA este relativ mică și nu prea necesită alte comentarii. În alte cazuri însă, deducerea valorii corespunzătoare drepturilor de conversie – și existența warantelor care permit cumpărarea de acțiuni – poate diminua la jumătate sau chiar mai puțin profitul aparent. Mai departe

Scanned with OKEN Scanner

vom da exemple în care diluarea este cu adevărat semnificativă (p. 429). (Serviciile financiare nu sunt întotdeauna la unison în ceea ce privește mărimea factorului diluării din rapoartele și analizele lor.)*

Să ne întoarcem acum la problema „cheltuielilor speciale". Valoarea lor de 18.800.000 $, sau de 88 de cenți pe acțiune, dedusă în trimestrul al patrulea, este semnificativă. Trebuie ea ignorată cu totul, scăzută cu totul din profit sau parțial scăzută și parțial ignorată? Investitorul perspicace s-ar mai putea întreba cum se face că a existat practic o epidemie de deducere a cheltuielilor speciale după 1970, dar nu și în anii anteriori? Ar fi oare cu putință ca niște meșteri italieni† să-și fi băgat nasul în contabilitate – desigur, în limitele permisibile, ca întotdeauna? Dacă privim mai atent, putem constata că asemenea pierderi, deduse înainte de a se produce efectiv, pot fi eliminate, așa cum s-a și întâmplat, cu efecte benefice fie asupra „profitului primar" din trecut, fie asupra celui viitor. În câteva cazuri extreme, ele ar putea fi chiar folosite în așa fel încât profitul obținut ulterior să pară aproape de două ori mai mare decât este în realitate – printr-o întrebuințare mai mult sau mai puțin abracadabrantă a creditului fiscal.

În ceea ce privește cheltuielile speciale ale ALCOA, primul lucru care trebuie stabilit este felul în care apar. Notele de subsol sunt destul de clare. Deducerile vin din patru surse, și anume:

---

* „Diluare" este unul dintre multele cuvinte care înfățișează acțiunile în dinamica lor permanentă. Despre o acțiune cu un volum ridicat de tranzacționare se spune că este „lichidă". Când o companie se lansează la bursă printr-o IPO, acțiunile ei „flotează". Iar mai demult, despre o companie care își dilua drastic acțiunile (și avea un volum mare de datorii convertibile sau mai multe emisiuni de acțiuni ordinare) se spunea că și-a „botezat" acțiunile. Acest termen pare a fi fost folosit pentru prima oară de legendarul speculant Daniel Drew (1797-1879), care a fost la început negustor de vite. Acesta își mâna vitele în sudul Manhattan-ului, dându-le forțat pe drum să mănânce sare. Ajungând la râul Harlem, ele beau foarte multă apă ca să-și astâmpere setea. Drew le ducea apoi la obor, unde apa pe care tocmai o băuseră le făcea să cântărească mai mult. Acest lucru îl ajuta să obțină un preț mult mai mare, căci vitele vii se vând în funcție de greutate. Mai târziu, Drew a botezat acțiunile companiei Erie Railroad emițând fără avertisment un număr mare de acțiuni noi.

† Graham se referă la măiestria cioplitorilor italieni imigranți care au decorat fațadele altfel simple ale clădirilor din New York la începutul anilor 1900. Asemenea lor, contabilii pot transforma niște date financiare banale în ceva extrem de complicat și chiar neinteligibil.

Scanned with OKEN Scanner

1. Estimarea făcută de administrație cu privire la costurile anticipate ale închiderii diviziei de produse prelucrate.
2. Idem pentru închiderea unităților ALCOA Castings Co.
3. Idem pentru pierderile corespunzătoare încetării treptate a activității ALCOA Credit Co.
4. De asemenea, costul estimativ de 5,3 milioane $ asociat execuției contractului de construcție a unui „zid protector".

Toate aceste lucruri sunt legate de costurile și pierderile viitoare. Este simplu să spui că nu fac parte din „rezultatele normale din exploatare" ale anului 1970 – dar dacă este așa, unde intră ele? Sunt atât de „excepționale și de irepetabile" încât nu intră nicăieri? O întreprindere atât de mare ca ALCOA, care are o cifră de afaceri de 1,5 miliarde $ anual, trebuie să aibă multe divizii, departamente, filiale etc. N-ar fi ceva normal, nu excepțional, ca una sau mai multe dintre acestea să se dovedească a fi nerentabile și să trebuiască să fie închise? La fel și în cazul unui contract de construcție a unui zid. Ce s-ar întâmpla dacă, ori de câte ori ar înregistra o pierdere cu una dintre afacerile sale, o companie ar avea ideea strălucită de a o deduce ca o „cheltuială specială", astfel încât „profitul primar" pe acțiune raportat de ea să cuprindă numai contractele și afacerile rentabile, asemenea ceasului solar al regelui Edward al VII-lea, care indica doar „orele cu soare"?*

Cititorul va observa la procedura urmată de compania ALCOA, despre care discutăm, două aspecte ingenioase. Primul este acela că, *anticipând pierderile viitoare*, compania nu mai trebuie să repartizeze

---

* Probabil că regele s-a inspirat dintr-un cunoscut eseu al scriitorului englez William Hazlitt, care a meditat la un ceas solar de lângă Veneția pe care erau scrise cuvintele *Horas non numero nisi serenas*, „Nu număr decât orele senine". Companiile care exclud constant informațiile nefavorabile din situațiile lor financiare pretextând că evenimentele negative sunt „excepționale" sau „irepetabile" iau o pagină din opera lui Hazlitt, care-și îndemna cititorii „să nu ia în seamă timpul, ci lucrurile bune pe care le aduce acesta, să bage de seamă la bucurii și să treacă cu vederea tristețile sorții, să ne alcătuim viața din clipe fericite și frumoase, privind partea luminoasă a lucrurilor și lăsându-le pe celelalte să scape imaginației noastre, desconsiderate sau uitate!" (William Hazlitt, „On a Sun-Dial", cca 1827). Din păcate, investitorii trebuie să numere întotdeauna și orele cu soare, și orele întunecate.

Scanned with OKEN Scanner

pierderile pe un anumit an. Ele nu aparțin anului 1970, pentru că n-au fost efectuate de fapt în acel an. De asemenea, nu vor fi *evidențiate* în anul în care vor fi efectuate de fapt, pentru că au fost deja prevăzute. Bună treabă, dar oare nu este vorba despre o mică păcăleală?

În nota de subsol, compania ALCOA nu spune nimic despre economiile fiscale viitoare generate de aceste pierderi. (Majoritatea companiilor specifică în situațiile de acest gen faptul că numai „efectul post-impozit" a fost dedus.) Dacă cifra din situația ALCOA reprezintă pierderile viitoare înainte de deducerea creditului fiscal conex, atunci profitul viitor nu numai că va fi scutit de povara acestor cheltuieli (în momentul în care se produc de fapt), ci va *crește* datorită aplicării unui credit fiscal reprezentând circa 50% din acestea. Este greu de crezut că se va jongla în acest fel cu cifrele. Este însă o certitudine faptul că unele companii care au înregistrat pierderi însemnate în trecut au reușit să raporteze profit în perioadele viitoare fără să deducă impozitele normale aferente acestuia, realizând astfel un câștig aparent chiar foarte bun – bazat, în mod paradoxal, destul de mult pe lucruri din trecut care le-au adus oprobriul. (Creditele fiscale rezultate din pierderile *anilor anteriori* sunt evidențiate acum separat ca „articole speciale", dar vor fi incluse în situațiile viitoare în „venitul net" final. Totuși crearea unei rezerve în prezent pentru pierderile *viitoare*, chiar dacă *fără* creditul fiscal anticipat, ar trebui să nu contribuie la o creștere echivalentă a venitului net din anii viitori.)

Celălalt aspect ingenios îl reprezintă efectuarea de către ALCOA și multe alte companii a acestor cheltuieli speciale la sfârșitul anului 1970. În prima jumătate a acelui an, se pare că pe piața bursieră a avut loc un masacru. Toată lumea se aștepta ca majoritatea companiilor să obțină rezultate relativ slabe în anul respectiv. Comunitatea financiară anticipa rezultate mai bune în 1971, 1972 etc. Și atunci, firmele și-au zis că ar fi frumos să cheltuiască cât mai mult cu putință în anul cu rezultate slabe, care fusese deja șters din memorie și ținea practic de trecut, făcând astfel posibilă umflarea cifrelor în următorii ani! Or însemna toate acestea contabilitate corectă, politică de afaceri corectă și or face bine relațiilor dintre administrație și acționariat. Avem însă în continuare dubii.

Asocierea unui obiect de activitate larg (poate chiar prea larg?) cu impulsul de a pune ordine în treburile proprii la sfârșitul anului 1970 a făcut ca rapoartele anuale să aibă niște note de subsol extrem de

Scanned with OKEN Scanner

ciudate. Cititorul va fi amuzat, poate, de următoarea explicație dată de o companie cotată la Bursa de Valori New York (căreia nu-i vom divulga numele) „cheltuielilor speciale" în sumă totală de 2.357.000 $, reprezentând aproximativ o treime din venitul calculat înaintea scăderii cheltuielilor: „Formate din: provizion destinat închiderii unității Spalding Marea Britanie; provizion destinat reorganizării unei divizii; costurile de vânzare a unei mici întreprinderi de chiloței și bavete pentru copii, de lichidare a unei participații la o firmă spaniolă de leasing auto și de desființare a unei întreprinderi de clăpari."*

Cu ani în urmă, companiile puternice își creau „rezerve pentru situații neprevăzute" din profiturile *anilor favorabili* pentru a amortiza o parte a efectelor negative din anii de criză ce avea să urmeze. Ideea de bază era să se uniformizeze, mai mult sau mai puțin, profiturile raportate și să se ofere o stabilitate mai mare rezultatelor companiei. Un motiv onorabil, s-ar părea; contabilii au obiectat însă pe bună dreptate că, din cauza acestei practici, profitul prezentat nu este cel real. Ei au insistat ca rezultatele fiecărui an să fie prezentate așa cum sunt, bune sau rele, iar acționarii și analiștii să poată determina mediile sau să facă uniformizarea ei înșiși. Se pare că acum asistăm la fenomenul contrar, toată lumea punând cât mai multe cheltuieli pe seama anului 1970, uitat deja, pentru a începe anul 1971 nu doar cu un dosar curat, dar și special pregătit să prezinte acționarilor cifre mulțumitoare în anii care vor veni.

Este momentul să ne întoarcem la prima noastră întrebare. Care a fost deci adevăratul profit obținut de ALCOA în 1970? Răspunsul corect ar fi următorul: 5,01 $ pe acțiune, după „diluare", *mai puțin* acea parte din cei 82 de cenți reprezentând „cheltuielile speciale" care poate fi atribuită evenimentelor petrecute în 1970. Nu știm însă care este acea parte și *deci nu putem spune cu exactitate cât a fost profitul real în anul respectiv*. Administrația firmei și auditorii acesteia ar fi trebuit să ne dea o estimare cât mai exactă a acestei cifre, dar n-au făcut-o. Mai mult, administrația și auditorii ar fi trebuit să prevadă deducerea soldului acestor cheltuieli din *profitul normal* ce urmează a

---

* Compania la care se referă Graham cu atâta reținere pare a fi American Machine & Foundry (AMF Corp.), unul dintre cele mai amalgamate conglomerate de la sfârșitul anilor 1960. Aceasta a fost predecesoarea companiei AMF Bowling Worldwide, care administrează popicării și produce echipamente pentru popicării.

Scanned with OKEN Scanner

se obține într-un număr rezonabil de ani – să zicem, nu mai mult de cinci. Este evident că nu vor face nici acest lucru, căci au trecut în mod convenabil întreaga sumă drept cheltuială specială în 1970.

Cu cât investitorii iau mai în serios valorile profitului pe acțiune așa cum sunt acestea publicate, cu atât trebuie să fie mai atenți la factorii contabili de un fel sau altul care pot afecta comparabilitatea reală a cifrelor. Am menționat trei asemenea factori: folosirea *cheltuielilor speciale*, care este posibil să nu se reflecte niciodată în valorile profitului pe acțiune, diminuarea deducerii normale din *impozitul pe venit* a pierderilor din trecut și *diluarea* manifestată implicit în existența unui număr substanțial de titluri de valoare convertibile sau warante.[1] Un al patrulea factor care a avut un efect semnificativ asupra profiturilor raportate în trecut este metoda de amortizare, care este, în general, „liniară" sau „accelerată". Ne vom abține de la detalii aici. Pentru a da însă un exemplu de actualitate în momentul în care scriem aceste rânduri, să menționăm raportul din 1970 al companiei Trane Co. Profitul pe acțiune al acestei firme a prezentat o creștere de aproape 20% în 1969 – de la 2,76 $ la 3,29 $ – însă jumătate din aceasta s-a datorat întoarcerii la metoda amortizării liniare folosită în trecut, care afecta mai puțin profitul comparativ cu metoda amortizării accelerate folosită cu un an înainte. (Compania va continua să utilizeze metoda accelerată la calculul impozitului pe venit datorat, amânând astfel plata impozitului pe diferența de venit.) Un alt factor, important în unele situații, este deducerea cheltuielilor de cercetare-dezvoltare în anul în care sunt efectuate sau amortizarea lor pe o perioadă de mai mulți ani. În fine, să menționăm posibilitatea de a folosi la evaluarea stocurilor fie metoda FIFO („first in, first out" – primul intrat, primul ieșit), fie metoda LIFO („last in, first out" – ultimul intrat, primul ieșit).*

---

* În zilele noastre, investitorii trebuie să fie atenți la alți câțiva „factori contabili" care pot modifica valoarea reală a profitului raportat. Unul îl reprezintă situațiile financiare „pro forma" sau „de complezență", care prezintă profitul unei companii ca și cum nu s-ar aplica „Principiile contabile general acceptate" (GAAP). Altul îl constituie efectul diluant al emiterii a milioane de opțiuni de cumpărare a acțiunilor destinate recompensării managerilor, urmată de răscumpărarea a milioane de acțiuni pentru ca emiterea acelor opțiuni să nu ducă la scăderea valorii acțiunilor ordinare. Un al treilea factor îl reprezintă formarea unor ipoteze nerealiste cu privire la randamentul fondurilor de pensii ale companiei, care pot umfla artificial profiturile în anii favorabili și le pot diminua în

Scanned with OKEN Scanner

Ar fi normal să remarcăm aici faptul că investitorii n-ar trebui să acorde nicio atenție acestor variabile contabile dacă sumele avute în vedere sunt mici. Dar, știind cum este comunitatea financiară, chiar și lucrurile minore în sine pot fi luate în serios. Cu două zile înainte ca raportul ALCOA să apară în *Wall Street Journal*, publicația respectivă a analizat raportul companiei Dow Chemical. Analiza se încheia cu observația că „mulți analiști" au fost deranjați de faptul că firma în cauză a inclus un articol de 21 de cenți în profitul normal din 1969, în loc să-l trateze ca pe un „venit excepțional". De ce atâta deranj? Pentru că, evident, evaluările companiei Dow Chemical care echivalau în total cu multe milioane de dolari păreau a depinde chiar de creșterea procentuală înregistrată în 1969 față de 1968 – în acest caz, fie 9%, fie 4½%. Ni se pare destul de absurd; este foarte puțin probabil ca micile diferențe dintre rezultatele anuale să aibă vreo influență asupra profitului sau creșterii medii din anii viitori și asupra unei evaluări prudente, realiste a întreprinderii.

Să vedem însă o altă situație publicată tot în ianuarie 1971. Este vorba despre raportul companiei Northwest Industries Inc. pe anul 1970.* Aceasta plănuia să șteargă dintr-o singură mișcare, ca o cheltuială specială, nu mai puțin de 264 de milioane $. Din suma respectivă, 200 de milioane $ reprezintă pierderea care urmează a rezulta din propusa vânzare a filialei de transport feroviar către angajații acesteia, iar restul, reducerea valorii unor acțiuni cumpărate recent. Aceste sume ar echivala cu o pierdere de circa 35 $ pentru fiecare acțiune comună înainte de compensarea diluării, sau de două ori prețul pieței din acel moment. Aici avem de-a face cu ceva realmente semnificativ.

---

anii nefavorabili. Un alt factor îl constituie „entitățile cu destinație specială", respectiv firmele afiliate sau parteneriatele care cumpără active sau pasive riscante ale companiei și astfel „elimină" acele riscuri financiare din bilanțul ei. Un alt element care distorsionează este tratarea cheltuielilor de marketing și a altor cheltuieli „nepalpabile" ca active ale companiei, nu ca niște cheltuieli normale de exploatare. Vom analiza pe scurt aceste practici în comentariul care însoțește capitolul de față.

Northwest Industries era compania care controla, printre alte firme, Chicago and Northwestern Railway Co. și Union Underwear (care producea chiloții BVD și Fruit of the Loom). Compania a fost preluată în 1985 de finanțistul înglodat în datorii William Farley, care a condus-o spre faliment. Marca „Fruit of the Loom" a fost cumpărată în cadrul unei proceduri de faliment de firma Berkshire Hathaway Inc., aflată în proprietatea lui Warren Buffett, la începutul anului 2002.

Scanned with OKEN Scanner

Dacă tranzacția se realizează și dacă legislația fiscală nu se modifică, această pierdere prevăzută pentru anul 1970 îi va permite companiei Northwest Industries să realizeze în viitor (în următorii cinci ani) un profit de circa 400 de milioane $ din participațiile pe care le deține la alte firme fără să plătească impozitul pe venit aferent acestora.* Atunci, care va fi profitul real ale acelei întreprinderi; el ar trebui să fie calculat ținând seama sau neținând seama de cele aproape 50 de procente din impozitul pe venit care, de fapt, nu va trebui să fie plătite? După opinia noastră, cel mai corect ar fi să se determine mai întâi rentabilitatea ținând seama de toate obligațiile fiscale și, pe baza acestei estimări, să se formuleze o părere generală despre valoarea acțiunilor. La aceasta ar trebui să se mai adauge o cifră, reprezentând valoarea pe acțiune a importantei, dar temporarei scutiri de la plata impozitelor de care va beneficia compania. (În acest caz trebuie făcută și o deducere pentru o posibilă diluare la scară mare. De fapt, dacă ar fi exercitate, titlurile privilegiate convertibile și warantele ar contribui la creșterea de peste două ori a numărului acțiunilor ordinare aflate în circulație.)

Toate acestea îi pot ameți și obosi pe cititorii noștri, dar trebuie să le amintim. Contabilitatea firmelor necesită adeseori multă pricepere; analiza valorilor mobiliare poate fi o operațiune complicată; evaluarea acțiunilor este cu adevărat demnă de încredere doar în cazuri excepționale.† Probabil că, pentru majoritatea investitorilor, cel mai bine ar

---

* Graham se referă la prevederea din legislația fiscală federală care permite corporațiilor să „reporteze" pierderile nete din exploatare. Conform Codului fiscal actual, aceste pierderi pot fi reportate timp de maximum 20 de ani, în toată această perioadă reducându-se obligațiile fiscale ale companiei (și mărind astfel profitul net al acesteia). De aceea, investitorii ar trebui să vadă dacă nu cumva există pierderi serioase în ultima vreme care ar putea *mări* de fapt profitul net al companiei în viitor.

† Investitorii ar trebui să memoreze aceste cuvinte și să și le aducă aminte adeseori: „Evaluarea acțiunilor este cu adevărat demnă de încredere doar în cazuri excepționale." Dacă prețurile majorității acțiunilor sunt aproximativ corecte de cele mai multe ori, prețul unei acțiuni și valoarea firmei care le emite nu sunt aproape niciodată identice. Adeseori, nu se poate pune bază pe aprecierea pieței cu privire la preț. Din păcate, de multe ori, marja de eroare nu este suficient de mare pentru a justifica efortul de a realiza tranzacții pe baza prețurilor pieței. Investitorul inteligent trebuie să evalueze cu atenție costurile de tranzacționare și impozitele înainte de a încerca să profite de orice discrepanță între prețuri – și n-ar trebui să se bazeze niciodată pe faptul că poate să vândă exact la prețul cotat în mod curent pe piață.

Scanned with OKEN Scanner

fi să se asigure că obţin un bun raport calitate-preţ în schimbul banilor pe care-i dau şi cu asta basta.

Folosirea profitului mediu

În trecut, analiştii şi investitorii acordau o foarte mare atenţie profitului mediu obţinut pe o perioadă destul de lungă – de obicei, între şapte şi zece ani. Această „cifră medie"* era folosită pentru a elimina desele oscilaţii specifice ciclului afacerilor, considerându-se că oferă o imagine mai bună despre rentabilitatea companiei decât cea oferită de rezultatele din ultimul an. Unul dintre avantajele importante pe care le oferă această operaţie de determinare a mediei este acela că ea rezolvă problema tratamentului acordat aproape tuturor cheltuielilor speciale şi deducerilor. Ele trebuie *incluse* în profitul mediu. Căci majoritatea acestor pierderi şi câştiguri reprezintă cu siguranţă o parte din activitatea desfăşurată în trecut de firmă. Dacă facem acest lucru pentru ALCOA, profitul mediu pentru perioada 1961-1970 (zece ani) ar fi de 3,62 $, iar pentru perioada 1964-1970 (şapte ani) ar fi de 4,62 pe acţiune. Dacă aceste cifre ar fi luate în considerare alături de evaluările care vizează creşterea şi stabilitatea profiturilor în aceeaşi perioadă, ele ar putea oferi o imagine cu adevărat revelatoare despre rezultatele obţinute de companie în trecut.

Calculul ritmului de creştere din trecut

Este foarte important să se ţină seama în mod adecvat de creşterea pe care a cunoscut-o profitul companiei de-a lungul timpului. Când creşterea a fost semnificativă, profitul recent va fi cu mult peste media pe şapte sau zece ani, iar analiştii pot considera irelevante aceste cifre pe termen lung. Nu aşa trebuie procedat. Profitul poate fi evidenţiat *atât* ca medie, *cât şi* ca ultimă valoare absolută. Recomandăm ca ritmul de creştere în sine să fie calculat comparând media ultimilor trei ani cu cifrele corespunzătoare înregistrate cu zece ani mai înainte. (Când „cheltuielile speciale şi deducerile" reprezintă o problemă, aceasta poate fi rezolvată adoptând o soluţie de compromis.) Să

---

* „Cifra medie" se referă la media simplă, aritmetică, pe care Graham o menţionează în propoziţia anterioară.

Scanned with OKEN Scanner

vedem care a fost ritmul de creştere al companiei ALCOA comparativ cu cel al firmei Sears Roebuck şi al coşului DJIA în ansamblu.

TABELUL 12-1

	ALCOA	*Sears Roebuck*	*DJIA*
Profit mediu 1968-1970 ($)	4,95[a]	2,87	55,40
Profit mediu 1958-1960 ($)	2,08	1,23	31,49
Creştere (%)	141,0	134,0	75,0
Ritm anual (compus) (%)	9,0	8,7	5,7

[a] Trei cincimi din cheltuielile speciale de 82 de cenți din 1970 au fost deduse aici.

Comentariu: Aceste puține cifre ar putea face subiectul unei lungi analize. Ele arată probabil, la fel ca alte cifre obținute în urma unui calcul matematic complex, creşterea reală înregistrată în perioada 1958-1970. Dar cât de relevantă este această cifră, considerată în general de primă importanță în evaluarea acțiunilor ordinare, în cazul companiei ALCOA? Ritmul de creştere înregistrat de aceasta în trecut a fost excelent, de fapt ceva mai mare decât cel al mult lăudatei firme Sears Roebuck şi mult mai mare decât cel al coşului DJIA. La începutul anului 1971 însă, prețul pieței părea a nu ține cont de aceste performanțe. Acțiunile ALCOA se vindeau la un preț de numai 11½ ori mai mare decât media profitului pe ultimii trei ani, pe când acțiunile Sears se vindeau la de 27 de ori, iar acțiunile din coşul DJIA la de peste 15 ori media. Cum se putea aşa ceva? Evident, comunitatea financiară era pesimistă în privința evoluției viitoare a profitului ALCOA, comparativ cu valorile înregistrate de acesta în trecut. Destul de surprinzător este faptul că prețul mare al acțiunilor ALCOA data încă din 1959. În acel an, ele s-au vândut cu 116, adică de 45 de ori valoarea profitului pe acțiune. (În 1959, prețul maxim ajustat al acțiunilor Sears Roebuck a fost de 25½, sau de 20 de ori profitul pe acțiune.) Chiar dacă profitul ALCOA a înregistrat o creştere semnificativă, este evident faptul că, în acest caz, posibilitățile au fost cu mult supraestimate de piață. Acțiunile ei au încheiat anul 1970 la exact jumătate din prețul maxim înregistrat în 1959, pe când prețul acțiunilor Sears s-a triplat, iar DJIA a crescut cu aproape 30%.

Scanned with OKEN Scanner

Ar trebui subliniat că profitul net raportat la capitalul* ALCOA a fost abia egal cu media sau mai mic, iar acesta poate fi factorul hotărâtor în cazul de față. Multiplicatorii au avut valori *constant* ridicate pe piața bursieră doar dacă firma a continuat să înregistreze o rentabilitate superioară mediei.

Să aplicăm în acest moment la cazul ALCOA recomandarea pe care am făcut-o în capitolul anterior cu privire la „evaluarea în două etape".† În urma unei asemenea abordări s-ar fi putut obține, pentru ALCOA, o „valoare a performanțelor din trecut" de 10% din DJIA, sau de 84 $ pe acțiune comparativ cu prețul de închidere de 840 al DJIA din 1970. După acest criteriu, acțiunile ar fi părut foarte interesante la prețul de 57¼.

În ce măsură ar fi trebuit analistul cu experiență să diminueze „valoarea performanțelor din trecut" în funcție de evoluțiile nefavorabile întrezărite de el? Sincer vorbind, nu știm. Să presupunem că el era îndreptățit să creadă că profitul din 1971 avea să atingă valoarea minimă de 2,50 $ pe acțiune – o scădere semnificativă față de 1970, dacă avem în vedere creșterea așteptată în cazul DJIA. Este foarte probabil ca piața bursieră să ia în serios acest rezultat nefavorabil, dar oare ea chiar ar consacra cândva puternica Aluminum Company of America ca o întreprindere relativ *neprofitabilă*, a cărei valoare trebuie să fie mai mică decât cea a activelor tangibile care se ascund în spatele acțiunilor?** (În 1971, prețul a scăzut de la un maxim de 70 în luna mai la un minim de 36 în decembrie, valoarea contabilă fiind de 55.)

---

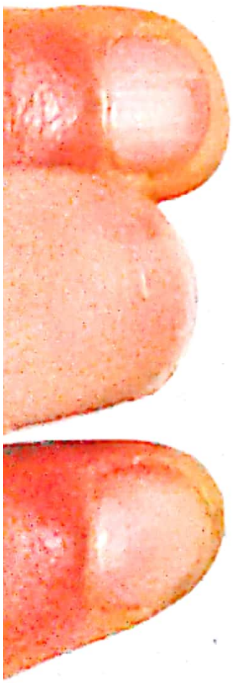
* Graham pare să folosească expresia „profit net raportat la capital" în sensul obișnuit de randament al valorii contabile – care se obține, în principiu, împărțind venitul net la valoarea netă a activelor tangibile.

† A se vedea pp. 313-315.

** Istoria recentă – și o grămadă de studii financiare – demonstrează că piața nu este îngăduitoare cu firmele care cunosc o creștere rapidă și care raportează brusc o scădere a profitului. Prețul acțiunilor companiilor cu o creștere mai moderată și stabilă, precum ALCOA pe vremea lui Graham și Anheuser-Busch sau Colgate-Palmolive în zilele noastre, tinde să sufere o scădere oarecum mai mică dacă firmele raportează profituri dezamăgitoare. Marile speranțe provoacă mari dezamăgiri dacă nu sunt împlinite; neîmplinirea unor așteptări moderate provoacă o reacție mult mai blândă. Astfel, unul dintre cele mai mari riscuri pe care le presupune investiția în acțiuni în creștere nu este acela că ele vor înceta să mai crească, ci acela că ele vor crește mai încet. Iar pe termen lung, acesta nu este nici măcar un risc, ci o virtuală certitudine.

Scanned with OKEN Scanner

ALCOA este cu siguranță o companie industrială reprezentativă de foarte mari dimensiuni, dar noi credem că, în cazul ei, evoluția raportului preț-profit de-a lungul timpului este mai neobișnuită, chiar contradictorie, comparativ cu cea a majorității celorlalte întreprinderi mari. Totuși acest exemplu confirmă într-o oarecare măsură îndoielile pe care le-am exprimat în ultimul capitol cu privire la siguranța procedurii de evaluare aplicate la compania industrială tipică.



Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 12

„Poți fi furat mai uşor de un ins cu un stilou decât de unul cu un pistol."

Bo Diddley

JOCUL NUMERELOR

Chiar şi Graham ar fi fost surprins de cât de departe au împins companiile şi contabilii lor limitele decenței în ultimii ani. Recompensați substanțial cu opțiuni de cumpărare a acțiunilor, conducătorii firmelor şi-au dat seama că ar putea deveni extraordinar de bogați mărind pur şi simplu profitul companiei proprii vreme de câțiva ani.[1] Sute de companii au încălcat spiritul, dacă nu litera, principiilor contabile, transformând rapoartele financiare în ceva abracadabrant, împopoțonându-şi rezultatele groaznice cu artificii cosmetice, mascându-şi cheltuielile sau scoțând profit din nimic. Să aruncăm o privire la câteva dintre aceste practici scandaloase.

DE COMPLEZENȚĂ!

Poate că cea mai răspândită scamatorie contabilă a fost aşa-numita modă a profitului „pro forma". Circulă pe Wall Street o vorbă veche care spune că orice idee bună este la început o idee rea, iar prezentarea profiturilor pro forma face exact acest lucru. Ideea inițială a fost aceea de a se oferi o imagine mai veridică despre creşterea pe termen lung a profitului ajustându-l în funcție de abaterile de la tendință pe termen scurt sau în funcție de evenimentele presupus „irepetabile". De pildă, într-un comunicat de presă pro forma se arată cât ar fi câştigat o companie în ultimul an dacă o altă firmă, pe care aceasta tocmai a achiziționat-o, ar fi făcut parte din familie vreme de un an întreg.

---

[1] Pentru mai multe amănunte referitoare la modul în care se pot îmbogăți managerii firmelor – dar nu neapărat şi acționarii din afara acestora – a se vedea comentariul la capitolul 19.

Scanned with OKEN Scanner

Dar, pe măsură ce indecenții ani 1990 s-au apropiat de sfârşit, companiile pur şi simplu nu s-au mulțumit să lase lucrurile aşa cum erau. Iată câteva exemple de escrocherii pro forma:

- Pentru perioada iulie-septembrie a anului 1999, InfoSpace Inc. şi-a prezentat profitul pro forma ca şi cum n-ar fi plătit dividende la acțiunile privilegiate în sumă de 159,9 milioane $.
- Pentru perioada august-octombrie a anului 2001, BEA Systems Inc. şi-a prezentat profitul pro forma ca şi cum n-ar fi plătit impozite pe salarii de 193 de milioane $ la opțiunile de cumpărare a acțiunilor exercitate de angajații săi.
- Pentru perioada ianuarie-martie 2001, JDS Uniphase Corp. şi-a prezentat profitul pro forma ca şi cum n-ar fi plătit impozite pe salarii de 4 milioane $, n-ar fi pierdut 7 milioane $ investind în acțiuni de calitate inferioară şi n-ar fi înregistrat cheltuieli de *2,5 miliarde $* legate de fuziuni şi fondul de comerț.

Pe scurt, profitul pro forma le permite companiilor să arate cât de bine s-ar fi putut descurca ele dacă nu s-ar fi descurcat atât de prost.[2] Dumneavoastră, în calitate de investitori inteligenți, nu trebuie decât să ignorați profiturile pro forma.

DORINȚA EXAGERATĂ DE RECUNOAŞTERE

În 2000, Qwest Communications International Inc., o mare companie de telecomunicații, părea a avea o situație solidă. Acțiunile ei au scăzut cu mai puțin de 5%, deşi, în acel an, piața bursieră a pierdut mai mult de 9%.

Rapoartele financiare ale firmei Qwest au revelat însă o mică ciudățenie. La sfârşitul lui 1999, compania a hotărât să recunoască veniturile obținute din vânzarea cărților de telefoane de îndată ce acestea erau publicate – chiar dacă, după cum ştie oricine a publicat un anunț în Yellow Pages, multe firme plătesc în rate lunare acele anunțuri.

---

[2] Toate exemplele de mai sus sunt preluate direct din comunicatele de presă emise de acele companii. O minunată satiră despre cum ar decurge viața noastră cotidiană dacă ar trebui să ne justificăm comportamentul aşa cum îşi ajustează companiile profitul raportat, intitulată „My Pro Forma Life", de Rob Walker, se găseşte la adresa de Internet http://slate.msn.com/?id.=2063953. („[...] Un prânz la Smith & Wollensky compus dintr-un biftec cu os de 600 g şi trei pahare de bourbon este considerat aici o cheltuială irepetabilă. N-o să mai fac asta niciodată!")

Scanned with OKEN Scanner

Abracadabra! Acea aparent nesemnificativă „modificare a regulilor contabile" a sporit venitul mediu pe 1999 cu 240 de milioane $ după impozitare – această sumă reprezentând o cincime din banii câştigaţi de Qwest în acel an.

Asemenea vârfului unui aisberg, recunoaşterea bruscă a unor venituri indică adeseori existenţa unor pericole care nu se văd şi apar ameninţătoare la suprafaţă – la fel au stat lucrurile şi cu firma Qwest. La începutul lui 2003, după ce a revizuit situaţiile financiare anterioare, compania a anunţat că a recunoscut prematur profituri din vânzarea de echipamente, a înregistrat în mod necorespunzător costurile serviciilor furnizate de alte firme, a înregistrat necorespunzător în contabilitate costuri ca şi cum ar fi fost mijloace fixe, nu cheltuieli şi a tratat în mod nejustificat schimbul de active ca şi cum ar fi fost vorba despre vânzări. Pe ansamblu, în 2000 şi 2001, veniturile companiei Qwest au fost supraevaluate cu 2,2 miliarde $ – inclusiv 80 de milioane $ din „modificarea regulilor contabile" produsă anterior, care acum era anulată.[3]

UMFLAREA VALORII MIJLOACELOR FIXE

La sfârşitul anilor 1990, Global Crossing Ltd. avea ambiţii mari. Compania cu sediul în Bermude crea ceea ce ea însăşi numea „prima reţea globală integrată de fibre optice", formată din peste 160.000 km

---

[3] În 2002, Qwest a fost una dintre cele 330 de companii cotate la bursă care şi-au revizuit situaţiile financiare anterioare, un record absolut, potrivit specialiştilor de la Huron Consulting Group. Toate informaţiile despre Qwest sunt preluate din documentele financiare depuse la Comisia de Valori Mobiliare şi Burse (SEC) (raportul anual, formularul 8K şi formularul 10-K), care se găsesc în baza de date EDGAR de pe site-ul www.sec.gov. N-a fost nevoie de nicio intuiţie ca să ne dăm seama de „modificarea regulilor contabile", pe care cei de la Qwest au dezvăluit-o la vremea respectivă. Cum au evoluat acţiunile Qwest în această perioadă? La sfârşitul anului 2000, preţul era de 41 $ pe acţiune, iar valoarea totală de piaţă a companiei era de 67,9 miliarde $. La sfârşitul anului 2003, o acţiune Qwest era cotată la 4 $, iar valoarea întregii companii era mai mică de 7 miliarde $, pierderea fiind de 90%. Scăderea preţului unei acţiuni nu este singurul cost asociat umflării profiturilor; în urma unui studiu recent, s-a observat că 27 de firme acuzate de fraudă contabilă de SEC au plătit un impozit federal pe venit mai mare cu 320 de milioane $ decât suma datorată. Deşi o mare parte a acestor bani va fi până la urmă returnată de Fisc, probabil că majoritatea acţionarilor nu vor mai deţine acţiuni pentru a mai putea beneficia de aceşti bani. (A se vedea Merle Erickson, Michell Hanlon, Edward Maydew, „How Much Will Firms Pay for Earnings that Do Not Exist?", la http://papers.ssrn.com.)

Scanned with OKEN Scanner

de cabluri, aşezate în mare parte pe fundul oceanelor lumii. După ce crea reţeaua mondială, Global Crossing urma să vândă altor companii de comunicaţii dreptul de a o folosi în interes propriu. Numai în 1998, firma a cheltuit peste 600 de milioane $ în acest scop. În anul respectiv, aproape o treime din bugetul destinat lucrărilor de construcţii a fost acoperită din venituri ca o cheltuială denumită „cost al capacităţii vândute". Dacă n-ar fi fost acea cheltuială de 178 de milioane $, Global Crossing – care a raportat o pierdere netă de 96 de milioane $ – ar fi raportat un profit net de circa 82 de milioane $.

În anul următor, conform unei anoste note de subsol din raportul pe anul 1999, Global Crossing „a început să aplice contabilitatea pe bază de contracte de servicii". Compania nu mai acoperea majoritatea costurilor de construcţie din veniturile încasate în urma vânzării capacităţii de utilizare a reţelei. În schimb, o mare parte a acelor costuri avea să fie tratată de acum nu ca cheltuieli de exploatare, ci ca cheltuieli de investiţii – mărind astfel valoarea activelor companiei, în loc să diminueze venitul net.[4]

Hocus-pocus! Dintr-o singură mişcare a baghetei, valoarea „proprietăţilor şi echipamentelor" companiei Global Crossing a crescut cu 575 de milioane $, în timp ce costul vânzărilor a crescut cu numai 350 de milioane $ – chiar dacă firma cheltuia asemenea unui marinar beat.

Cheltuielile de investiţii sunt un instrument esenţial pe care managerii îl folosesc pentru a face ca o afacere rentabilă să se dezvolte mai mult şi mai bine. Regulile contabile flexibile permit însă managerilor să umfle profiturile raportate transformând cheltuielile de exploatare în active fixe. După cum se observă în cazul Global Crossing, investitorul inteligent trebuie să înţeleagă ce capitalizează o companie şi de ce face acest lucru.

---

[4] Înainte, Global Crossing trata o mare parte a costurilor de construcţie ca pe o cheltuială ce urma a fi acoperită din venitul adus de vânzarea sau închirierea drepturilor de folosinţă a reţelei proprii. Clienţii plăteau în general în avans aceste drepturi, iar unii le puteau achita în rate vreme de cel mult patru ani. Dar Global Crossing nu înregistra în avans în contabilitate majoritatea veniturilor, ci le înregistra treptat, pe toată durata derulării contractului de închiriere. Acum însă, din cauză că reţelele aveau o durată estimată de exploatare de până la 25 de ani, Global Crossing începea să le trateze ca pe un mijloc fix amortizabil, cu existenţă îndelungată. Deşi acest tratament este conform „Principiilor contabile general acceptate", nu se ştie de ce compania nu l-a aplicat până la 1 octombrie 1999 şi ce anume a determinat această schimbare. În martie 2001, acţiunile Global Crossing valorau 12,6 miliarde $; pe 26 ianuarie 2002, ea a cerut intrarea în faliment, făcând ca acţiunile sale să nu mai valoreze practic nimic.

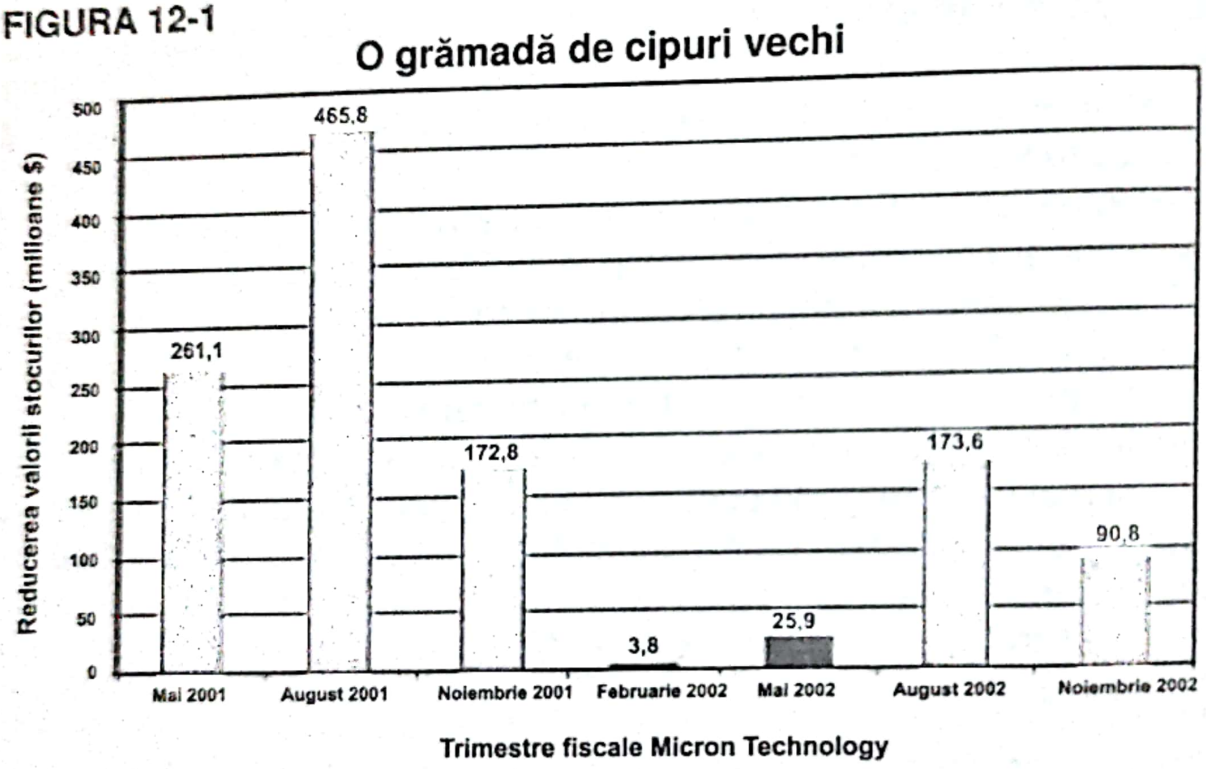
Scanned with OKEN Scanner

O POVESTE CU STOCURI

Asemenea multor producători de semiconductoare, Micron Technology Inc. a înregistrat o scădere a vânzărilor după 2000. De fapt, compania Micron a fost atât de afectată de scăderea dramatică a cererii, încât a început să reducă valoarea stocurilor – căci era evident faptul că clienții nu le voiau la prețurile cerute de companie. În perioada martie-mai 2001, Micron a redus valoarea de inventar a stocurilor cu 261 de milioane $. Majoritatea investitorilor au considerat această reducere nu ca un cost normal sau repetabil de exploatare, ci ca un eveniment neobişnuit.

Iată ce s-a întâmplat însă după aceea:

FIGURA 12-1



Sursa: Rapoartele financiare întocmite de Micron Technology.

Micron a înregistrat în contabilitate alte reduceri ale valorii stocurilor în fiecare dintre următoarele şase trimestre fiscale. Oare devalorizarea stocurilor companiei Micron era un eveniment irepetabil sau devenise o stare permanentă? Părerile pot diferi în acest caz, dar un lucru este limpede: investitorul inteligent trebuie să fie întotdeauna atent la costurile „irepetabile" care, asemenea iepuraşului Energizer, nu se opresc practic niciodată.[5]

---

[5] Sunt recunoscător lui Howard Schilit şi lui Mark Hamel de la Centrul de Cercetări şi Analize Financiare pentru că mi-au dat acest exemplu.

Scanned with OKEN Scanner

DIMENSIUNEA PENSIEI

În 2001, SBC Communications Inc., care deține acțiuni la Cingular Wireless, PacTel şi Southern New England Telephone, a obținut un venit net de 7,2 miliarde $ – o performanță excepțională într-un an nefavorabil pentru supradimensionatul sector al telecomunicațiilor. Acest câştig n-a provenit însă numai din activitatea curentă a companiei SBC. Din suma amintită, 1,4 miliarde $ – 13% din venitul net al companiei – au provenit din planul de pensii al SBC.

Deoarece avea mai mulți bani în planul de pensii decât estimase că erau necesari pentru a plăti în viitor pensiile angajaților, compania a trebuit să trateze diferența ca venit curent. Surplusul avea o explicație simplă: în 2001, SBC a mărit randamentul pe care se aştepta să-l obțină la investițiile aferente planului de pensii de la 8,5% la 9,5% – diminuând suma de bani pe care trebuia s-o pună deoparte în prezent.

Cei de la SBC au explicat aceste noi aşteptări optimiste remarcând că, „în fiecare an, în perioada 1999-2001, randamentul efectiv pe 10 ani al investițiilor noastre a depăşit 10%". Cu alte cuvinte, pentru că randamentele noastre au fost mari în trecut, să presupunem că şi în viitor ele vor fi mari. Dar acest raționament nu numai că era contrar logicii celei mai rudimentare, dar sfida faptul că ratele dobânzilor scădeau, apropiindu-se de minime-record, determinând reducerea randamentelor viitoare ale obligațiunilor din portofoliul fondurilor de pensii.

În realitate, în acelaşi an, compania lui Warren Buffett, Berkshire Hathaway, *a redus* randamentul anticipat al propriului fond de pensii de la 8,3% la 6,5%. Oare cei de la SBC erau realişti atunci când au presupus că managerii fondului lor de pensii puteau să depăşească cu mult performanțele celui mai mare investitor al lumii? Probabil că nu. În 2001, fondul de pensii al companiei Berkshire Hathaway a realizat un profit de 9,8%, pe când cel al firmei SBC a înregistrat o pierdere de 6,9%.[6]

Iată, pe scurt, câteva aspecte de care ar trebui să țină seama investitorul inteligent: este „beneficiul net al fondului de pensii" mai mare ca jumătate din venitul net al companiei? *(În cazul în care răspunsul este afirmativ, ați fi totuşi satisfăcut de celelalte câştiguri ale companiei, dacă fondul de pensii n-ar mai aduce profit în anii următori?)* Este rezonabil „randamentul prezumat pe termen lung al

---

[6] Randamentele sunt calculate aproximativ împărțind valoarea totală netă a activelor fondului de pensii la începutul anului la „randamentul efectiv al fondului de pensii".

Scanned with OKEN Scanner

fondului de pensii"? *(În 2003, un procent mai mare de 6,5 nu este plauzibil, pe când creşterea randamentului este de-a dreptul o iluzie.)*

INVESTITORUL PUS ÎN GARDĂ

Câteva indicaţii vă vor ajuta să evitaţi situaţia de a cumpăra acţiuni care se dovedesc a fi o adevărată bombă contabilă cu ceas:

Citiţi de la coadă la cap. Când studiaţi rapoartele financiare ale unei companii, începeţi cu ultima pagină şi avansaţi încet spre prima. Tot ceea ce compania încearcă să ascundă de dumneavoastră se găseşte la urmă – tocmai de aceea ar trebui să căutaţi mai întâi acolo.

Citiţi notele. Nu cumpăraţi *niciodată* o acţiune fără să citiţi notele de subsol ale situaţiilor financiare din raportul anual. Intitulată de obicei „rezumatul politicilor contabile semnificative", una dintre notele esenţiale prezintă felul în care firma recunoaşte venitul, înregistrează stocurile, tratează vânzările în rate sau pe bază de contract, efectuează cheltuielile de marketing şi justifică alte aspecte majore ale activităţii sale curente.[7] În alte note de subsol, urmăriţi dacă se spune ceva despre datorii, opţiunile de cumpărare a acţiunilor, împrumuturile acordate clienţilor, rezervele constituite pentru acoperirea pierderilor şi alţi „factori de risc" care pot contribui la diminuarea semnificativă a profitului. Dintre lucrurile care ar trebui să vă pună în gardă fac parte termeni tehnici precum „capitalizat", „amânat" şi „restructurare" – şi cuvinte simple care indică faptul că firma şi-a modificat regulile

---

[7] Să nu vă tulbure limbajul surprinzător de plictisitor al notelor de subsol. Menirea lor este tocmai aceea de a-i face pe oamenii normali să nu le citească – de aceea trebuie să perseveraţi. De exemplu, într-o notă de subsol a raportului companiei Informix Corp. pe anul 1986 se arăta că, „în general, Compania recunoaşte venitul din vânzările de licenţe software la livrarea produsului către client. Totuşi, pentru anumiţi producători de calculatoare şi utilizatori finali licenţiaţi cu debite scadente în 12 luni, Compania recunoaşte venitul în momentul în care clientul îşi asumă un angajament contractual de plată a unei taxe minime, nereturnabile de licenţă, dacă aceşti producători de calculatoare şi utilizatori finali licenţiaţi îndeplinesc anumite criterii stabilite de Companie". Cu alte cuvinte, cei de la Informix spuneau că vor înregistra veniturile aduse de produsele sale chiar dacă acestea nu fuseseră încă revândute „utilizatorilor finali" (beneficiarii reali ai programelor informatice realizate de firmă). Acuzată de Comisia de Valori Mobiliare şi Burse că săvârşise fraudă contabilă, compania Informix şi-a redimensionat ulterior veniturile, eliminând din acestea suma de 244 de milioane $ aferentă acelor „vânzări". Acest caz ne reaminteşte cât de important este să citim cu scepticism paragrafele scrise mărunt. Sunt îndatorat lui Martin Fridson pentru că mi-a sugerat acest exemplu.

Scanned with OKEN Scanner

contabile, cum ar fi „a început", „schimbare" şi „totuşi". Prezenţa acestor cuvinte nu trebuie să vă facă să credeţi că nu este indicat să cumpăraţi acţiunile firmei în cauză, ci că trebuie să cercetaţi mai departe. Comparaţi respectivele note de subsol cu cele din situaţiile financiare ale unuia sau mai multor concurenţi direcţi ai firmei, pentru a vedea cât de agresivi sunt contabilii ei.

Citiţi mai mult. Dacă sunteţi un investitor întreprinzător, dornic să dedice foarte mult timp şi efort investiţiilor sale, atunci sunteţi dator faţă de dumneavoastră înşivă să aflaţi mai multe despre raportarea financiară. Numai aşa vă veţi reduce şansele de a fi indus în eroare de expresiile ambigue care apar într-o situaţie a profitului. Iată trei cărţi pline de exemple specifice, bine alese: *Financial Statement Analysis*, de Martin Fridson şi Fernando Alvarez, *The Financial Numbers Game*, de Charles Mulford şi Eugene Comiskey, şi *Financial Shenanigans*, de Howard Schilit.[8]

[8] Martin Fridson, Fernando Alvarez, *Financial Statement Analysis: A Practitioner's Guide* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Charles W. Mulford, Eugene E. Comiskey, *The Financial Numbers Game: Detecting Creative Accounting Practices* (John Wiley & Sons, New York, 2002); Howard Schilit, *Financial Shenanigans* (McGraw-Hill, New York, 2002). Chiar cartea lui Benjamin Graham intitulată *The Interpretation of Financial Statements* (HarperBusiness, New York, 1998, reproducere a ediţiei din 1937) rămâne o excelentă introducere în principiile de bază ale interpretării valorilor corespunzătoare profitului, cheltuielilor, activelor şi pasivelor.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 13

Comparație între patru companii cotate la bursă

În acest capitol am vrea să vă prezentăm un model de analiză a valorilor mobiliare. Am ales, mai mult sau mai puțin la întâmplare, patru companii care ocupă poziții succesive pe lista firmelor cotate la Bursa de Valori New York. Acestea sunt ELTRA Corp. (rezultată din fuziunea întreprinderilor Electric Autolite şi Mergenthaler Linotype), Emerson Electric Co. (care fabrică produse electrice şi electronice), Emery Air Freight (companie internă care expediază mărfuri pe calea aerului) şi Emhart Corp. (care, inițial, producea numai utilaje pentru îmbuteliere, iar acum fabrică şi ustensile pentru construcții).* Există câteva asemănări generale între cele trei companii de producție, însă deosebirile vi se vor părea mai semnificative. Datele financiare şi cele de lucru ar trebui să fie suficient de variate pentru a face analiza demnă de interes.

În tabelul 13-1 vă prezentăm un rezumat al ofertei bursiere a celor patru companii de la sfârşitul anului 1970 şi câteva date cu privire la activitatea lor din acelaşi an. Apoi prezentăm în detaliu o serie de raporturi-cheie, care au legătură, pe de o parte, cu *rezultatele*, iar, pe de altă parte, cu *prețul*. Ne referim după aceea la legătura dintre diverse aspecte ale evoluției rezultatelor şi evoluția relativă a prețului. În fine, facem o trecere în revistă a celor patru companii, sugerând unele comparații şi relații şi evaluând-o pe fiecare conform exigențelor unui investitor prudent în acțiuni ordinare.

---

* Dintre cele patru companii luate de Graham ca exemplu, numai Emerson Electric mai există în aceeaşi formă. ELTRA Corp. nu mai este o companie independentă; ea a fuzionat cu Bunker Ramo Corp. în anii 1970, furnizând cotații bursiere firmelor de brokeraj prin intermediul uneia dintre primele rețele de calculatoare. Restul unităților ELTRA fac acum parte din Honeywell Corp. Firma cunoscută în trecut sub denumirea de Emery Air Freight este acum o divizie a CNF Inc. Emhart Corp. a fost cumpărată de Black & Decker Corp. în 1989.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 13-1. Comparație între patru companii cotate la bursă

	ELTRA	*Emerson Electric*	*Emery Air Freight*	*Emhart Corp.*
A. Capitalizarea				
Prețul acțiunilor ordinare la 31 dec. 1970	27	66	57¾	32¾
Număr de acțiuni ordinare	7.714.000	24.884.000[a]	3.807.000	4.932.000
Valoarea de piață a acțiunilor ordinare ($)	208.300.000	1.640.000.000	220.000.000	160.000.000
Obligațiuni și acțiuni privilegiate ($)	8.000.000	42.000.000		9.200.000
Capitalizare totală ($)	216.300.000	1.682.000.000	220.000.000	169.200.000
B. Venituri				
Vânzări, 1970 ($)	454.000.000	657.000.000	108.000.000	227.000.000
Profit net, 1970 ($)	20.773.000	54.600.000	5.679.000	13.551.000
Profit pe acțiune, 1970 ($)	2,70	2,30	1,49	2,75[b]
Profit mediu pe acțiune, 1968-1970 ($)	2,78	2,10	1,28	2,81
Profit mediu pe acțiune, 1963-1965 ($)	1,54	1,06	0,54	1,46
Profit mediu pe acțiune, 1958-1960 ($)	0,54	0,57	0,17	1,21
Dividend curent ($)	1,20	1,16	1,00	1,20
C. Date din bilanț (1970)				
Active curente ($)	205.000.000	307.000.000	20.400.000	121.000.000
Pasive curente ($)	71.000.000	72.000.000	11.800.000	34.800.000
Active nete pentru acțiunile ordinare ($)	207.000.000	257.000.000	15.200.000	133.000.000
Valoare contabilă pe acțiune ($)	27,05	10,34	3,96	27,02

[a] Pornind de la ipoteza conversiei acțiunilor privilegiate.
[b] După deducerea cheltuielilor speciale de 13 cenți pe acțiune.
[c] An încheiat în septembrie 1970.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 13-2. Comparaţie între patru companii cotate la bursă (*continuare*)

	ELTRA	*Emerson Electric*	*Emery Air Freight*	*Emhart Corp.*
B. Raporturi				
Preţ-profit, 1970	10,0	30,0	38,5	11,9
Preţ-profit, 1968-1970	9,7	33,0	45,0	11,7
Preţ-valoare contabilă	1,00	6,37	14,3	1,22
Profit net-vânzări, 1970 (%)	4,6	8,5	5,4	5,7
Profit net pe acţiune-valoare contabilă (%)	10,0	22,2	34,5	10,2
Randamentul dividendului (%)	4,45	1,78	1,76	3,65
Active curente-pasive curente	2,9	4,3	1,7	3,4
Fond de rulment-datorii	Foarte mare	5,6	Fără datorii	3,4
Creşterea profitului pe acţiune:				
1968-1970 faţă de 1963-1965	+81%	+87%	+135%	+14%
1968-1970 faţă de 1958-1970	+400%	+250%	Foarte mare	+132%
C. Evoluţia preţului				
1936-1968 minim	¾	1	$^{1}/_{8}$	$3^{5}/_{8}$
maxim	50¾	61½	66	58 ¼
1970 minim	$18^{5}/_{8}$	$42^{1}/_{8}$	41	23½
1971 maxim	$29^{3}/_{8}$	78¾	72	$44^{3}/_{8}$

Aspectul cel mai frapant legat de cele patru companii este acela că raportul curent preţ-profit net variază într-o măsură mult mai mare decât variază rezultatele lor din exploatare sau situaţia lor financiară. Două dintre întreprinderi – ELTRA şi Emhart – aveau un preţ modest, de numai 9,7 ori, respectiv 12 ori profitul mediu din perioada 1968-1970, comparativ cu un raport similar de 15,5 în cazul DJIA. Celelalte două – Emerson şi Emery – aveau multiplicatori foarte mari, de 33, respectiv 45 de ori profitul net. Trebuie să existe o explicaţie a acestei diferenţe, iar ea se găseşte în ritmul superior de creştere a profitului companiilor preferate în ultimii ani, mai ales al firmei care expediază mărfuri. (Ritmurile de creştere ale celorlalte două firme nu erau însă nesatisfăcătoare.)

Pentru ca analiza să fie mai cuprinzătoare, permiteţi-ne să trecem în revistă pe scurt principalele rezultate aşa cum apar ele în tabelele noastre.

Scanned with OKEN Scanner

1. *Profitabilitatea.* (*a*) Toate companiile prezintă un raport satisfăcător între profit şi valoarea contabilă, însă cifrele pentru Emerson şi Emery sunt mult mai mari decât cele aferente celorlalte două firme. Un randament ridicat al capitalului investit corespunde adeseori unui ritm înalt de creştere a profitului pe acțiune.* Toate companiile, cu excepția lui Emery, au prezentat un raport profit-valoare contabilă mai bun în 1969 decât în 1961; în ambii ani însă, cifra aferentă lui Emery a fost deosebit de mare. (*b*) În cazul firmelor de producție, profitul raportat la vânzări este de regulă un indicator al forței sau slăbiciunii relative. Noi folosim aici „raportul profit din exploatare-vânzări", aşa cum este prezentat acesta în „Rapoartele cu privire la acțiunile cotate", întocmite de Standard & Poor's. Şi din acest punct de vedere rezultatele sunt satisfăcătoare pentru toate cele patru companii, cele mai impresionante fiind rezultatele firmei Emerson. Variațiile dintre 1961 şi 1969 diferă considerabil de la o firmă la alta.

2. *Stabilitatea.* Aceasta se măsoară în funcție de scăderea maximă înregistrată de profitul pe acțiune în oricare dintre ultimii zece ani, comparată cu scăderea medie înregistrată în ultimii trei ani. Dacă nu există scădere, stabilitatea este de 100%, aceasta înregistrându-se în cazul celor mai populare două întreprinderi. Reducerile înregistrate de ELTRA şi Emhart au fost însă destul de moderate în 1970, an considerat „slab", ele ridicându-se la numai 8% în fiecare caz conform calculelor noastre, față de 7% în cazul DJIA.

3. *Creşterea.* Cele două companii cu o valoare scăzută a multiplicatorului prezintă un ritm satisfăcător de creştere, ambele descurcându-se mai bine decât firmele din coşul DJIA. Cifrele ELTRA sunt deosebit de impresionante dacă se are în vedere valoarea scăzută a raportului preț-profit aferent acestei companii. Ritmul de creştere este desigur mai impresionant în cazul celor două companii cu multiplicator superior.

4. *Poziția financiară.* Cele trei companii de producție au o situație financiară solidă, prezentând valori superioare raportului standard de

---

* Acest indicator corespunde raportului „profit net pe acțiune-valoare contabilă" din tabelul 13-2, care măsoară profitul net al companiilor raportat la valoarea lor contabilă materială, înmulțit cu 100.

Scanned with OKEN Scanner

2 $ active curente pentru 1 $ pasive curente. Emery Air Freight are un raport mai mic, însă ea se încadrează într-o altă categorie, iar date fiind rezultatele sale excelente, n-ar avea probleme să obțină disponibilitățile necesare. Toate companiile au o datorie relativ mică pe termen lung. Observație cu privire la „diluare": Emerson Electric avea în circulație, la sfârșitul anului 1970, acțiuni privilegiate convertibile cu dividend redus în valoare de 163 de milioane $. În analiza noastră, am ținut seama de factorul „diluare" ca de obicei, tratând acțiunile privilegiate ca și cum ar fi convertite în acțiuni ordinare. Acest lucru a făcut ca profitul recent să scadă cu circa 10 cenți pe acțiune, respectiv cu aproximativ 4%.

5. *Dividendele*. Ceea ce contează cu adevărat este ca firmele să fi plătit fără întrerupere dividende. Cel mai bun rezultat din acest punct de vedere l-a obținut Emhart, care nu a suspendat plata acestora din 1902. Rezultatul firmei ELTRA este foarte bun, al lui Emerson satisfăcător, iar Emery Freight este nou-venită. Diferențele dintre procentajele de plată nu par deosebit de semnificative. Randamentul curent al dividendului este de două ori mai mare în cazul „perechii ieftine" decât în cel al „perechii scumpe", ținând cont de raportul preț-profit.

6. *Evoluția prețului*. Cititorul ar trebui să fie impresionat de creșterea procentuală pe care a cunoscut-o prețul acțiunilor tuturor celor patru companii, măsurată în funcție de minimul și maximul înregistrat în ultimii 34 de ani. (În toate cazurile, prețul minim a fost ajustat în funcție de scindările ulterioare pe care le-au cunoscut acțiunile.) De remarcat că, în cazul DJIA, raportul dintre nivelul maxim și nivelul minim a fost de 11 la 1; în cazul companiilor noastre, el a variat între „numai" 17 la 1 pentru Emhart și nu mai puțin de 528 la 1 pentru Emery Air Freight.* Aceste creșteri de mai multe ori ale prețurilor sunt caracteristice pentru majoritatea emisiunilor de acțiuni mai vechi ale companiilor noastre, ele relevând existența pe piețele bursiere din trecut a unor mari posibilități de câștig. (Ele pot indica însă și cât de exagerate au fost declinurile pe care le-au înregistrat

* În fiecare caz, Graham se referă la secțiunea C a tabelului 13-2 și împarte prețul maxim din perioada 1936-1968 la prețul minim. De exemplu, prețul maxim al acțiunilor Emery de 66 împărțit la prețul minim al acestora de 1/8 este egal cu 528, sau un raport de 528 la 1 între prețul maxim și cel minim.

Scanned with OKEN Scanner

pieţele în scădere din anii 1950, când s-au înregistrat preţuri minime.) Atât ELTRA, cât şi Emhart au făcut faţă unei scăderi a preţurilor de peste 50% în perioada 1969-1970. Emerson şi Emery au înregistrat declinuri serioase, dar mai puţin îngrijorătoare; prima a atins un nou maxim-record înainte de sfârşitul lui 1970, iar ultima, la începutul lui 1971.

Observaţii generale cu privire la cele patru companii

Emerson Electric are o valoare totală de piaţă foarte mare, eclipsând valoarea combinată a celorlalte trei companii.* Ea este unul dintre „giganţii cu bună reputaţie" de la noi, despre care vom discuta mai pe larg ceva mai târziu. Un analist financiar binecuvântat (sau blestemat) cu o memorie bună va face o analogie între Emerson Electric şi Zenith Radio, ceea ce n-ar reprezenta un lucru liniştitor. Căci Zenith a înregistrat vreme de mulţi ani o creştere excepţională; şi ea se vindea pe piaţă pentru 1,7 miliarde $ (în 1966); profitul ei a scăzut însă de la 43 de milioane $ în 1968 la numai jumătate din această sumă în 1970, iar în urma unei importante tranzacţii de vânzare de acţiuni din anul respectiv, preţul acestora a scăzut la 22½, faţă de maximul lor anterior de 89. Valorile mari presupun riscuri mari.

Emery Air Freight este în mod cert cea mai promiţătoare dintre cele patru companii ale noastre din punctul de vedere al perspectivelor de creştere, în cazul în care raportul preţ-profit de aproape 40 se dovedeşte a fi real măcar şi parţial. Creşterea din trecut a fost bineînţeles extrem de impresionantă. Cifrele respective s-ar putea să nu spună atât de multe despre viitor dacă ne gândim că, la început, ele au fost foarte mici, profitul net din 1958 fiind de numai 570.000 $. De multe ori se dovedeşte a fi mult mai dificil să se asigure o creştere continuă într-un ritm susţinut după ce valoarea vânzărilor şi profiturile au crescut deja semnificativ. Aspectul care surprinde cel mai mult în povestea companiei Emery este acela că profitul şi preţul ei de piaţă au continuat să crească într-un ritm rapid în 1970, care a fost anul cel mai slab pentru transporturile aeriene interne de călători. Este

* La finele anului 1970, valoarea de piaţă de 1,6 miliarde $ a companiei Emerson era într-adevăr „foarte mare", dată fiind valoarea medie a unei emisiuni de acţiuni de la acea vreme. La sfârşitul lui 2002, acţiunile ordinare ale firmei respective aveau o valoare totală de piaţă de aproximativ 21 de miliarde $.

Scanned with OKEN Scanner

într-adevăr o realizare remarcabilă, care ridică totuşi întrebarea dacă, în viitor, profiturile nu vor fi vulnerabile la evoluţii nefavorabile, datorate intensificării concurenţei, exercitării unor presiuni în vederea stabilirii unor noi aranjamente între firmele de expediere a mărfurilor şi companiile aeriene etc. Este posibil să fie necesar să se realizeze un studiu complex pentru a se putea evalua corect aceste aspecte, însă investitorul prudent nu le poate ignora cu totul.

Emhart şi ELTRA. Emhart a obţinut rezultate mai bune în domeniul ei de activitate decât pe piaţa bursieră în ultimii 14 ani. În 1958, preţul unei acţiuni a acesteia era de 22 de ori mai mare decât profitul curent – cam acelaşi raport înregistrându-se în cazul firmelor din coşul DJIA. De atunci, profitul ei s-a triplat, comparativ cu o creştere de sub 100% în cazul Dow, însă preţul de închidere din 1970 a fost cu numai o treime mai mare decât maximul din 1958, faţă de 43% în cazul Dow. Rezultatele firmei ELTRA sunt oarecum similare. Se pare că niciuna dintre aceste companii nu posedă magnetism sau „atracţie" pe piaţa actuală; însă toate datele statistice referitoare la ele arată surprinzător de bine. Ce perspective au? În această privinţă, nu avem lucruri interesante de remarcat, dar iată ce au avut de spus cei de la Standard & Poor's despre cele patru companii în 1971:

> ELTRA – „Perspective pe termen lung: anumite activităţi au o evoluţie ciclică, dar poziţia competitivă solidă şi diversificarea compensează acest lucru."
>
> Emerson Electric – „Deşi au un preţ adecvat (71) în raport cu perspectiva actuală, acţiunile prezintă interes pentru cei care vor să investească pe termen lung... Continuarea politicii de achiziţii împreună cu păstrarea unei poziţii solide în sectoarele industriale şi cu accelerarea programului internaţional par să indice creşterea în continuare a vânzărilor şi profiturilor."
>
> Emery Air Freight – „Acţiunile par a avea un preţ mare (57) în raport cu perspectivele actuale, dar merită să fie păstrate pe termen lung."
>
> Emhart – „Deşi, în acest an, a fost limitat de scăderea cheltuielilor de investiţii în industria recipientelor din sticlă, profitul ar trebui să crească datorită îmbunătăţirii mediului de afaceri în 1972. Acţiunile merită păstrate (la preţul de 34)."

Concluzii: Mulţi analişti financiari vor considera că acţiunile Emerson şi Emery sunt mai interesante decât acţiunile celorlalte două

Scanned with OKEN Scanner

firme – poate, în primul rând, datorită „comportamentului mai bun avut pe piață" și, în al doilea rând, datorită creșterii mai rapide înregistrate în ultima vreme de profiturile lor. Potrivit principiilor noastre cu privire la realizarea unor investiții prudente, primul aspect nu reprezintă un motiv valabil pentru selecție – cu acesta jonglează speculatorii. Cel de-al doilea este valabil, dar între anumite limite. Pot creșterea din trecut și perspectivele pare-se favorabile ale companiei Emery Air Freight să justifice un preț de peste 60 de ori mai mare ca profitul obținut în ultima vreme?[1] Răspunsul nostru este acesta: poate pentru cineva care a studiat cu multă atenție posibilitățile acestei companii și a ajuns la concluzii foarte ferme și optimiste. *Nu* însă și pentru investitorul precaut, care vrea să fie dinainte cât de cât sigur că nu face greșeala pe care o fac de regulă cei de pe Wall Street de a se entuziasma prea tare văzând profiturile și evoluția bună a acțiunilor unei firme.* Aceleași avertismente par a trebui formulate în cazul companiei Emerson Electric, cu o referire specială la valoarea curentă de piață de peste un miliard de dolari aferentă factorului intangibil sau capacității de a produce câștig. Ar trebui să adăugăm că „industria electronică", altădată copilul preferat al pieței bursiere, a intrat în general într-o perioadă dezastruoasă. Emerson este o excepție remarcabilă, dar va trebui să fie astfel încă foarte mulți ani până ca prețul de închidere din 1970 să fie pe deplin justificat de performanțele ei ulterioare.

În schimb, atât ELTRA la 27, cât și Emhart la 33 prezintă semnele distinctive ale unor companii al căror preț este dublat de o valoare

---

* Graham a avut dreptate. Dintre cele 50 de acțiuni preferate de investitorii instituționali care au avut mare căutare și au avut un preț foarte mare în 1972, acțiunile Emery au avut un comportament dintre cele mai rele. În numărul din 1 martie 1982 al revistei *Forbes* se arăta că, din 1972, Emery a pierdut 72,8% din valoare după luarea în calcul a inflației. Până la sfârșitul lui 1974, potrivit specialiștilor în analiza investițiilor de la Leuthold Group din Minneapolis, acțiunile Emery au scăzut deja cu 58%, iar raportul preț-profit al acestora s-a redus dramatic de la 64 la numai 15. Entuziasmul exagerat asupra căruia atrăgea atenția Graham a fost anulat în scurtă vreme. Poate trecerea timpului să compenseze acest exces? Nu întotdeauna: cei de la Leuthold au calculat că 1.000 $ investiți în acțiunile Emery în 1972 vor valora numai 839 $ în 1999. Probabil că oamenii care au plătit un preț prea mare pentru acțiunile companiilor de pe Internet la sfârșitul anilor 1990 nu-și vor recupera pierderile nici după câteva decenii – dacă și le vor recupera vreodată (a se vedea comentariul la capitolul 20).

Scanned with OKEN Scanner

suficient de mare pentru ca acțiunile lor să constituie investiții destul de sigure. În acest caz, investitorul poate, dacă vrea, să se considere în principiu unul dintre proprietarii acestor firme, la un cost corespunzător sumei investite care se regăsește în bilanțul lor.* Rentabilitatea capitalului investit a fost multă vreme satisfăcătoare; stabilitatea profiturilor de asemenea; în mod surprinzător, și ritmul de creștere din trecut. Cele două companii îndeplinesc cele șapte criterii *statistice* formulate de noi pentru a putea fi incluse în portofoliul unui investitor defensiv. Ele vor fi dezvoltate în capitolul următor; aici doar le enumerăm:

1. Dimensiunea adecvată.
2. O situație financiară destul de solidă.
3. Plata neîntreruptă a dividendelor cel puțin în ultimii 20 de ani.
4. Inexistența vreunei pierderi în ultimii zece ani.
5. Creșterea, timp de zece ani, cu cel puțin o treime a profitului pe acțiune.
6. Un preț al acțiunilor nu mai mare de 1½ din valoarea netă a activelor.
7. Un preț nu mai mare de 15 ori profitul mediu din ultimii trei ani.

Nu facem nicio previziune cu privire la evoluția viitoare a profitului companiilor ELTRA și Emhart. În lista diversificată de acțiuni ordinare a investitorului există în mod cert câteva care se dovedesc a fi dezamăgitoare, în această categorie putând intra oricare dintre cele două companii menționate de noi. Însă portofoliul diversificat în sine, creat după principiile de mai înainte, plus alte criterii judicioase pe care investitorul poate să le aplice, ar trebui să dea rezultate destul de bune de-a lungul anilor. Cel puțin experiența îndelungată ne spune acest lucru.

O ultimă observație: chiar dacă ar accepta judecata noastră generală cu privire la aceste patru companii, un specialist cu experiență în analiza valorilor mobiliare ar ezita să recomande unui posesor de acțiuni Emerson sau Emery să le *schimbe* pe acțiuni ELTRA sau

---

* Graham vrea să spună că, ținând seama de prețul acțiunilor acestora din momentul respectiv, un investitor putea să cumpere acțiuni la cele două companii contra unei sume cu puțin mai mari decât valoarea lor contabilă, care se găsește pe rândul al treilea al secțiunii B din tabelul 13-2.

Scanned with OKEN Scanner

Emhart la sfârşitul lui 1970 – doar dacă nu cumva investitorul respectiv a înțeles bine filozofia care stă la baza acestei recomandări. Nu aveam niciun motiv să ne aşteptăm ca, într-o perioadă scurtă, perechea cu multiplicator mic să depăşească rezultatele firmelor cu multiplicator mare. Ultimele erau bine privite pe piață şi astfel beneficiau deja de un avânt considerabil, care se putea continua la infinit. Criteriul valabil în virtutea căruia clientul ar prefera acțiunile ELTRA sau Emhart celor ale companiilor Emerson şi Emery ar fi concluzia bine cumpănită trasă de acesta conform căreia el ar prefera investițiile în acțiuni de calitate, nu cele în acțiuni cu prețuri din ce în ce mai mari. Astfel, politica de investiții în acțiuni ordinare trebuie să țină seama în mare măsură de atitudinea investitorului individual. Această manieră de abordare este tratată pe larg în capitolul următor.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 13

„În aviația militară avem o regulă: atenție la șase. Un individ pilotează un avion, uitându-se în toate direcțiile și crezând că nu este amenințat de nimeni. Un alt individ vine cu avionul chiar în spatele lui (la „ora 6" – „ora 12" este chiar în față) și trage. Majoritatea avioanelor sunt doborâte astfel. Este foarte periculos să crezi că nu te amenință nimeni! Undeva există un punct slab pe care trebuie să-l găsești. Trebuie să fii mereu atent la ora șase."

Gen. Donald Kutyna, Forțele Aeriene ale SUA

AFACERILE „E"

Să analizăm și să comparăm, așa cum a făcut Graham, evoluția a patru pachete de acțiuni folosind indicatorii raportați de firmele respective la 31 decembrie 1999 – moment care ne va permite să observăm unele dintre cele mai mari variații pe care le-au înregistrat valorile acțiunilor la bursă.

Emerson Electric Co. (simbol de cotare: EMR) a fost fondată în 1890 și este singurul membru supraviețuitor al cvartetului lui Graham; fabrică o gamă largă de produse, cum ar fi ustensile acționate electric, aparate de aer condiționat și motoare electrice.

EMC Corp. (simbol de cotare: EMC) s-a înființat în 1979 și ajută companiile să realizeze stocarea automată a informațiilor electronice prin intermediul unor rețele de calculatoare.

Expeditors International of Washington, Inc. (simbol de cotare: EXPD), fondată la Seattle în 1979, ajută firmele de expediție să organizeze și să urmărească mișcarea mărfurilor în jurul lumii.

Exodus Communications, Inc. (simbol de cotare: EXDS) găzduiește și administrează site-uri de Internet pentru firme, prestând și alte servicii de Internet; a oferit pentru prima oară acțiuni publicului investitor în martie 1998.

În tabelul următor se prezintă prețul, rezultatele și valoarea acestor companii la sfârșitul anului 1999:

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 13-1. E-valuări

	Emerson Electric	EMC Corp.	Exodus Communi-cations, Inc.	Expeditors International of Washington
Capitalizare				
Preţ de închidere la 31.12.1999 ($ pe acţiune)	57,37	54,62	44,41	21,68
Randament total, 1999 (%)	–3,1	157,1	1005,8	109,1
Capitalizare totală de piaţă la 31.12.1999 (milioane $)	24845,9	111054,3	14358,4	2218,8
Datorie totală, inclusiv acţiuni privilegiate (milioane $)	4600,1	27,1	2555,7	0
Profit				
Venituri totale, 1999 (milioane $)	14385,8	6715,6	242,1	1444,6
Profit net, 1999 (milioane $)	1313,6	1010,6	–130,3	59,2
Creşterea profitului între 1995 şi 1999 (procentaj mediu anual)	7,7	28,8	FS	19,8
Profit pe acţiune (PPA), 1999 ($, complet diluat)	3,00	0,53	–0,38	0,55
Ritmul de creştere a PPA, 1995-1999 (procentaj mediu anual)	8,3	28,8	FS	25,8
Dividend anual ($ pe acţiune), 1999	1,30	0	0	0,08
Date din bilanţ				
Active curente (milioane $)	5124,4	4320,4	1093,2	402,7
Pasive curente (milioane $)	4590,4	1397,9	150,6	253,1
Valoare contabilă pe acţiune ($, la 31.12.1999)	14,27	2,38	0,05	2,79
Evaluare				
Raportul preţ-profit	17,7	103,1	FS	39,4
Raportul preţ-valoare contabilă	3,7	22,9	888,1	7,8
Raportul profit net-venituri (marja profitului net, %)	9,2	17,4	FS	4,1
Raportul profit net-valoare contabilă (%)	21,0	22,2	FS	19,7
Raportul fond de rulment-datorie	0,1	107,8	0,4	fără datorii
Raportul capitalizare de piaţă-venituri	1,7	16,5	59,3	1,5

Surse: Value Line, Thomson/Baseline, Bloomberg, finance.yahoo.com, documentele depuse de companii la SEC.

Note: Toate cifrele sunt ajustate în funcţie de scindările pe care le-au suferit ulterior acţiunile. Datoria, venitul şi profitul corespund anilor fiscali. Capitalizarea de piaţă: valoarea totală a acţiunilor ordinare.

FS: fără semnificaţie.

Scanned with OKEN Scanner

ELECTRICE, DAR NU ELECTRIZANTE

Cele mai scumpe dintre cele patru acțiuni ale lui Graham, Emerson Electric, au ajuns să fie cele mai ieftine din grupul analizat de noi. Cu rădăcini în Vechea Economie, Emerson părea o firmă plictisitoare la sfârşitul anilor 1990. (Cui îi mai păsa, în Epoca Internetului, de aspiratoarele de mare capacitate pe care le fabrica Emerson?) Acțiunile companiei nu au mai cunoscut dinamismul din trecut. În 1998 şi 1999, ele au fost surclasate de indicele S & P 500 cu un total de 49,7 puncte procentuale, un rezultat absolut dezastruos.

Dar aşa stăteau lucrurile cu acțiunile Emerson. Ce se întâmpla cu firma Emerson? În 1999, ea a vândut bunuri şi servicii în valoare de 14,4 miliarde $, cu aproape 1 miliard $ mai mult ca în anul precedent. Din aceste venituri, Emerson a obținut un profit net de 1,3 miliarde $, cu 6,9% mai mult decât în 1998. În ultimii cinci ani, profitul pe acțiune a crescut într-un ritm mediu substanțial de 8,3%. Dividendul a crescut de peste două ori, ajungând la 1,30 $ pe acțiune; valoarea contabilă s-a mărit de la 6,69 $ la 14,27 $ pe acțiune. Potrivit datelor furnizate de Value Line, pe parcursul anilor 1990, marja profitului net şi randamentul capitalului companiei Emerson – indicatori-cheie ai eficienței unei afaceri – au înregistrat constant valori ridicate, de circa 9% şi 18%. În plus, profitul companiei a crescut vreme de 42 de ani la rând, iar dividendele, timp de 43 de ani la rând – una dintre cele mai lungi creşteri neîntrerupte înregistrate de firmele americane. La finele anului, acțiunile Emerson aveau un preț de 17,7 ori mai mare ca profitul net pe acțiune. Asemenea ustensilelor sale electrice, Emerson n-a strălucit niciodată, dar a fost de încredere – şi n-a dat niciun semn de supraîncălzire.

PUTEA EMC SĂ CREASCĂ F.F.U.?

Acțiunile EMC Corp. erau printre cele mai performante în anii 1990, ele crescând – sau ar trebui să spunem „levitând"? – cu peste 81.000%. Dacă ați fi investit 10.000 $ în acțiuni EMC la începutul anilor 1990, ați fi avut în 1999 cu puțin peste 8,1 milioane $. Numai în 1999, acțiunile EMC au avut un randament de 157,1% – cu mult mai mare decât randamentul înregistrat de acțiunile Emerson în toată perioada 1992-1999. EMC n-a plătit niciodată dividende, reținând tot profitul „pentru a finanța procesul de creştere continuă a companiei".[1]

---

[1] După cum vom vedea în capitolul 19, în practică, acest lucru înseamnă de multe ori „pentru a finanța procesul de creştere continuă a averii managerilor de la vârful companiei".

Scanned with OKEN Scanner

La preţul lor de 54,625 $ de la 31 decembrie, acţiunile EMC se vindeau la o valoare de 103 ori mai mare decât profitul raportat de companie pentru întregul an – aproape de şase ori valoarea acţiunilor Emerson.

Ce se poate spune despre activitatea EMC? Veniturile au crescut cu 24% în 1999, ajungând la 6,7 miliarde $. Profitul pe acţiune a crescut la 92 de cenţi de la 61 de cenţi cu un an înainte – ceea ce reprezintă o mărire de 51%. În perioada 1995-1999, profitul EMC a crescut într-un ritm anual susţinut de 28,8%. Iar în condiţiile în care toată lumea se aştepta ca valul comerţului pe Internet să ia proporţii, viitorul părea şi mai strălucit. Pe tot parcursul anului 1999, managerul general al companiei a prognozat că veniturile vor ajunge la 10 miliarde $ – de la 5,4 miliarde $ în 1998.[2] Aceasta însemna un ritm mediu anual de creştere de 23%, o expansiune exagerat de mare pentru o companie atât de mare. Dar analiştii de pe Wall Street şi majoritatea investitorilor erau siguri că EMC poate face acest lucru. În definitiv, în ultimii cinci ani, EMC îşi sporise de peste două ori veniturile şi de peste trei ori profitul net.

Însă, potrivit datelor furnizate de Value Line, între 1995 şi 1999, marja profitului net a EMC a scăzut de la 19,0% la 17,4%, în timp ce randamentul capitalului s-a diminuat de la 26,8% la 21%. Deşi încă foarte profitabilă, EMC era deja pe o pantă descendentă. Iar în octombrie 1999, EMC a achiziţionat Data General Corp., care i-a adus în anul respectiv venituri de circa 1,1 miliarde $. Scăzând pur şi simplu veniturile suplimentare aduse de Data General, putem observa că valoarea vânzărilor realizate de unităţile existente ale EMC a crescut de la 5,4 miliarde $ în 1998 la doar 5,6 miliarde $ în 1999 – o creştere de numai 3,6%. Cu alte cuvinte, ritmul real de creştere al EMC a fost aproape nul – chiar şi într-un an în care teama provocată de eroarea

---

[2] Apărând la CNBC pe 30 decembrie 1999, managerul general al companiei EMC, Michael Ruettgers, a fost întrebat de gazda Ron Insana dacă „anii 2000" vor fi la fel de buni ca anii 1990. „De fapt, se pare că are loc o accelerare", se lăudă Ruettgers. Când Insana a întrebat dacă acţiunile EMC sunt supraevaluate, Ruettgers a răspuns următoarele: „Cred că, atunci când ai în vedere posibilităţile care ne stau în faţă, ele sunt aproape nelimitate... Deci, deşi este greu să anticipezi dacă aceste lucruri sunt supraevaluate, schimbarea care se produce este atât de mare încât, dacă ai putea să-i identifici pe câştigători în prezent – şi eu sunt convins că EMC se numără printre aceştia – vei fi răsplătit din plin în viitor."

Scanned with OKEN Scanner

informatică a anului 2000 a făcut ca multe companii să cheltuiască sume-record cu noua tehnologie.[3]

ALTĂ MARFĂ

Spre deosebire de EMC, Expeditors International nu învățase încă să leviteze. Deşi acțiunile firmei crescuseră cu 30% anual în anii 1990, o mare parte a acestei creşteri substanțiale se produsese la sfârşit, în 1999, când acțiunile au dat un randament de 109,1%. În anul anterior, acțiunile Expeditors crescuseră cu numai 9,5%, cu peste 19 puncte procentuale în urma indicelui S & P 500.

Ce se poate spune despre activitatea firmei? Expeditors se dezvolta într-adevăr foarte repede. Din 1995, veniturile crescuseră într-un ritm mediu anual de 19,8%, aproape triplându-se până în 1999, când au ajuns la 1,4 miliarde $. Iar profitul pe acțiune crescuse cu 25,8% anual, în vreme ce dividendele se măriseră într-un ritm anual de 27%. Firma nu avea datorii pe termen lung, iar fondul ei de rulment aproape că se dublase din 1995. Potrivit datelor furnizate de Value Line, valoarea contabilă pe acțiune a companiei Expeditors crescuse cu 129%, iar randamentul capitalului se mărise cu mai mult de o treime, la 21%.

Expeditors era o afacere pe cinste după toate criteriile. Însă mica firmă de expediție de mărfuri, care-şi are sediul în Seattle şi îşi desfăşoară marea parte a activităților în Asia, era aproape necunoscută pe Wall Street. Doar 32% din totalul acțiunilor erau deținute de investitori instituționali; de fapt, compania avea numai 8.500 de acționari. După dublarea randamentului în 1999, acțiunile au ajuns la un preț de 39 de ori mai mare ca profitul net obținut de Expeditors în acel an – ele nu mai erau deloc ieftine, dar erau cu mult sub valoarea amețitoare a acțiunilor EMC.

---

[3] „Eroarea anului 2000" sau „problema anului 2000" a fost ideea potrivit căreia milioane de calculatoare din întreaga lume urma să nu mai funcționeze în prima secundă a zilei de 1 ianuarie a anului 2000 din cauză că programatorii din anii 1960-1970 nu s-au gândit să includă în codurile de operare posibilitatea de a trece o dată ulterioară celei de 31.12.1999. În 1999, companiile americane au cheltuit miliarde de dolari pentru a se asigura că propriile calculatoare vor intra cu bine în 2000. Până la urmă, la ora 12:00:01 a.m. în ziua de 1 ianuarie 2000, totul a mers ca pe roate.

Scanned with OKEN Scanner

PĂMÂNTUL FĂGĂDUINȚEI?

La sfârşitul lui 1999, se părea că Exodus Communication şi-a dus acționarii direct în țara unde curge lapte şi miere. Acțiunile au crescut vertiginos cu 1.005,8% în 1999 – suficient pentru ca o investiție de 10.000 $ făcută la 1 ianuarie să se transforme, până pe 31 decembrie, într-una de peste 110.000 $. Principalii analişti ai valorilor mobiliare aparținând companiilor de pe Internet, printre care şi foarte influentul Henry Blodget de la Merrill Lynch, prognozau că acțiunile respective vor mai creşte cu 25-125% pe parcursul anului următor.

Iar lucrul cel mai bun dintre toate, după părerea traderilor online care se lăcomeau la câştigurile aduse de acțiunile Exodus, a fost acela că acțiunile se scindaseră în raportul de 2 la 1 de trei ori în cursul anului 1999. Dacă are loc o scindare în raportul de 2 la 1, o companie îşi dublează numărul acțiunilor şi înjumătățeşte prețul acestora – aşadar un acționar ajunge să dețină de două ori mai multe acțiuni, fiecare având un preț de două ori mai mic decât cel vechi. Ce este atât de bun în asta? Închipuiți-vă că mi-ați dat o monedă de zece cenți, iar eu v-am dat înapoi două monede de cinci cenți şi v-am întrebat: „Nu vă simțiți mai bogați acum?" Probabil că ați crede fie că sunt eu un idiot, fie că v-am confundat pe dumneavoastră cu unul. Şi totuşi, în frenezia declanşată în 1999 de acțiunile firmelor de pe Internet, traderii online s-au comportat exact ca şi cum două monede de cinci cenți ar fi valorat mai mult decât o monedă de zece cenți. De fapt, numai vestea că o acțiune s-ar scinda într-un raport de 2 la 1 ar putea duce instantaneu la creşterea cu 20% sau mai mult a prețului lor.

De ce? Pentru că deținerea unui număr mai mare de acțiuni îi face pe oameni să se *simtă* mai bogați. Cineva care a cumpărat 100 de acțiuni Exodus în ianuarie a văzut cum acestea se transformă în 200 de acțiuni când ele s-au scindat în aprilie; apoi, cele 200 de acțiuni s-au transformat în 400 în august; după aceea, cele 400 au devenit 800 în decembrie. Pe aceşti oameni îi incita faptul că aveau în plus 700 de acțiuni doar pentru că, la început, dețineau 100. Pentru ei, aceştia erau „bani găsiți" – nu contează că, la fiecare scindare, prețul unei acțiuni se redusese la jumătate.[4] În decembrie 1999, un acționar euforic al companiei Exodus, care se identifica prin apelativul „givemeadollar", exulta pe un forum online: „Voi păstra aceste acțiuni

[4] Pentru mai multe informații despre nebunia scindării acțiunilor, a se vedea Jason Zweig, „Splitsville", *Money*, martie 2001, pp. 55-56.

Scanned with OKEN Scanner

până la 80 de ani, [pentru că], după ce se vor scinda de sute de ori în următorii ani, voi fi asemenea unui manager general."[5]

Ce se poate spune despre activitatea firmei Exodus? Graham nu s-ar fi atins de ea nici dacă avea un cleşte şi era îmbrăcat într-un costum de protecţie. Veniturile companiei explodau – crescând de la 52,7 milioane $ în 1998 la 242,1 milioane $ în 1999 – dar ea a pierdut 130,3 milioane $ din banii încasaţi în 1999, aproape dublu faţă de anul anterior. Exodus avea datorii totale de 2,6 miliarde $ şi avea atâta nevoie de disponibilităţi, încât a împrumutat 971 de milioane $ numai în luna decembrie. Potrivit raportului anual al companiei, acest nou împrumut avea să crească cu 50 de milioane $ dobânzile ce urma a fi plătite în anul următor. Firma a început anul 1999 cu disponibilităţi de 156 de milioane $ şi chiar dacă a obţinut fonduri suplimentare de 1,3 miliarde $, a încheiat anul cu un sold de casă de 1 miliard $ – ceea ce înseamnă că afacerile ei devoraseră disponibilităţi de peste 400 de milioane $ în 1999. Cum putea oare o asemenea companie să-şi plătească vreodată datoriile?

Desigur însă că pe traderii online îi interesa numai cât de mult şi de repede crescuseră *acţiunile*, nu situaţia financiară a *companiei*. „Aceste acţiuni", se grozăvea un trader folosind apelativul „Launch_Pad1999", „vor continua să urce la infinit şi chiar mai departe."[6]

Absurditatea previziunii lui Launch_Pad – ce este „mai departe" de infinit? – ne aminteşte cum nu se poate mai bine de unul dintre avertismentele clasice ale lui Graham. „Investitorul de azi", spune Graham,

> „este atât de preocupat să anticipeze viitorul, încât plăteşte din plin pentru el dinainte. Astfel, este posibil ca ceea ce el a prevăzut cu atâta minuţiozitate şi grijă să se îndeplinească şi totuşi să nu-i aducă niciun câştig. Dacă viitorul nu se materializează în măsura aşteptată, el poate suferi de fapt o importantă pierdere temporară şi, eventual, chiar una cu caracter permanent."[7]

---

[5] Mesajul nr. 3622, 7 decembrie 1999, pe forumul Exodus Communications de pe site-ul Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3622).

[6] Mesajul nr. 3910, 15 decembrie 1999, pe forumul Exodus Communications de pe site-ul Raging Bull (http://ragingbull.lycos.com/mboard/boards.cgi?board=EXDS&read=3910).

[7] A se vedea discursul lui Graham, „Noua speculaţie cu acţiuni ordinare", în anexă, la p. 583.

Scanned with OKEN Scanner

UNDE AU AJUNS CELE PATRU COMPANII

Ce evoluție au avut acțiunile acestor patru companii după 1999?

Acțiunile Emerson Electric au crescut cu 40,7% în 2000. Deşi au pierdut din valoare atât în 2001, cât şi în 2002, ele au încheiat anul 2002 cu mai puțin de 4% sub prețul din 1999.

Şi acțiunile EMC au crescut în 2000, cu 21,7%. După aceea însă, ele au pierdut 79,4% în 2001 şi încă 54,3% în 2002. Prețul lor a scăzut astfel cu 88% față de cel de la sfârşitul lui 1999. Dar cu veniturile prognozate pentru 2001 de 10 miliarde $ cum a rămas? EMC a încheiat anul respectiv cu venituri de numai 7,1 miliarde $ (şi o pierdere netă de 508 milioane $).

Între timp, ca şi cum piața n-ar fi fost în scădere, acțiunile Expeditors International au continuat să câştige 22,9% din valoare în 2000, 6,5% în 2001 şi încă 15,1% în 2002, terminând anul cu aproape 51% peste prețul de la sfârşitul lui 1999.

Acțiunile Exodus au pierdut 55% în 2000 şi 99,8% în 2001. Pe 26 septembrie 2001, compania a cerut să intre sub protecția legii falimentului. Majoritatea activelor au fost cumpărate de Cable & Wireless, o mare companie britanică de telecomunicații. În loc să-şi ducă acționarii în pământul făgăduinței, Exodus i-a părăsit în pustietate. La începutul lui 2003, ultima tranzacție cu acțiuni Exodus s-a realizat la prețul de un penny bucata.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 14

Selecția acțiunilor pentru investitorul defensiv

Este momentul să trecem la aplicații mai vaste ale tehnicilor de analiză a valorilor mobiliare. După ce am prezentat în termeni generali politica de investiții recomandată celor două categorii de investitori identificate de noi,* ar fi logic acum să arătăm cum se folosește analiza valorilor mobiliare la aplicarea acestor politici. Investitorul defensiv care respectă sugestiile noastre va cumpăra numai obligațiuni de cea mai bună calitate, plus diverse acțiuni ordinare principale. El trebuie să se asigure că prețul la care cumpără acțiunile nu este prea mare conform standardelor aplicabile.

Atunci când alege acțiunile, el are de ales între două variante: portofoliul gen DJIA și portofoliul testat din punct de vedere cantitativ. În primul caz, el creează un adevărat eșantion de acțiuni principale, care va cuprinde atât câteva dintre companiile preferate aflate în creștere, ale căror acțiuni au un multiplicator deosebit de mare, cât și întreprinderi mai puțin populare și mai puțin costisitoare. Acest eșantion ar putea fi alcătuit în modul cel mai simplu cu putință cumpărând de aceeași sumă acțiuni la toate cele treizeci de firme din coșul Dow-Jones Industrial Average (DJIA). Zece acțiuni de fiecare, la un indice de 900, ar costa în total circa 16.000.[1] Ținând seama de evoluția din trecut, el s-ar putea aștepta cam la aceleași rezultate dacă ar cumpăra acțiuni din portofoliul câtorva fonduri reprezentative de investiții.†

A doua variantă ar fi să aplice o serie de standarde la fiecare achiziție, pentru a se asigura că obține (1) un minimum de *calitate* din punctul de vedere al rezultatelor din trecut și al poziției financiare curente a companiei, precum și (2) un minimum de *cantitate* din

---

* Graham prezintă politicile de investiții recomandate de el în capitolele 4 și 7.

† După cum am arătat în comentariile la capitolele 5 și 9, investitorul defensiv de astăzi poate atinge acest scop pur și simplu cumpărând titluri emise de un fond cu costuri minime bazat pe un indice, ideal ar fi unul care urmărește evoluția randamentului întregii piețe bursiere americane.

Scanned with OKEN Scanner

punctul de vedere al profitului şi valorii activelor corespunzătoare fiecărui dolar investit. La finalul capitolului anterior am enumerat şapte asemenea criterii calitative şi cantitative recomandate pentru selecția unor acțiuni ordinare specifice. Să le prezentăm în ordine.

1. Dimensiunea adecvată a întreprinderii

Toate cifrele noastre minime au fără doar şi poate un caracter arbitrar, mai ales cele care privesc dimensiunea. Scopul nostru este să excludem companiile mici care pot fi afectate de perturbații mai puternice decât cele obişnuite, în special cele din sectorul industrial. (Asemenea întreprinderi oferă adeseori mari posibilități, dar noi nu le considerăm potrivite nevoilor investitorului defensiv.) Vom folosi cifre rotunde: vânzări anuale de nu mai puțin de 100 de milioane $ pentru o companie industrială şi o valoare totală a activelor nu mai mică de 50 de milioane $ pentru o firmă de utilități publice.

2. O situație financiară destul de solidă

În cazul companiilor industriale, valoarea activelor curente trebuie să fie de cel puțin două ori mai mare ca valoarea pasivelor curente – un aşa-zis raport curent de doi la unu. De asemenea, datoriile pe termen lung nu trebuie să depăşească activele curente nete (sau „fondul de rulment"). În cazul companiilor de utilități publice, datoriile nu trebuie să depăşească dublul capitalului propriu (la valoarea contabilă).

3. Stabilitatea profitului

Acțiunile ordinare trebuie să fi adus ceva profit în fiecare dintre ultimii zece ani.

4. Dividendele plătite

Plata neîntreruptă a acestora cel puțin în ultimii 20 de ani.

5. Creşterea profitului

O creştere minimă de o treime a profitului pe acțiune în ultimii zece ani folosind mediile pe trei ani la început şi la sfârşit.

Scanned with OKEN Scanner

6. Un raport moderat preț-profit

Prețul curent nu trebuie să fie mai mare de 15 ori decât profitul mediu din ultimii trei ani.

7. Un raport moderat preț-active

Prețul curent nu trebuie să fie mai mare de 1½ din valoarea contabilă raportată ultima dată. Un multiplicator al profitului mai mic de 15 ar putea însă justifica un multiplicator al activelor corespunzător mai mare. Ca regulă practică, sugerăm ca *produsul* dintre multiplicator și raportul preț-valoare contabilă să nu depășească 22,5. (Această cifră se obține înmulțind 15, multiplicatorul profitului, cu 1½, multiplicatorul valorii contabile. O acțiune care se vinde la un preț de numai 9 ori mai mare ca profitul și de 2,5 ori mai mare ca valoarea activelor ar fi considerată acceptabilă etc.)

OBSERVAȚII GENERALE: Aceste cerințe sunt stabilite special în funcție de nevoile și temperamentul investitorilor defensivi. Ei vor elimina în urma selecției marea majoritate a acțiunilor ordinare din două puncte de vedere total opuse. Pe de o parte, vor exclude companiile care (1) sunt prea mici, (2) au o situație financiară relativ precară, (3) au înregistrat un deficit cronic în ultimii zece ani și (4) nu au plătit dividende multă vreme. Dintre aceste criterii, cele mai drastice în condițiile financiare din ultima vreme sunt cele referitoare la forța financiară. Multe dintre întreprinderile noastre de mari dimensiuni, cu o situație solidă în trecut și-au diminuat raportul curent, au contractat prea multe datorii ori au făcut și una, și alta în ultimii ani.

Ultimele două criterii acționează în direcția opusă, reclamând existența unui profit și a unui raport active-preț mai mari decât pot oferi acțiunile căutate de investitori. Nu acesta este însă și punctul de vedere standard al analiștilor financiari; de fapt, cei mai mulți vor sublinia că chiar și investitorii prudenți trebuie să fie dispuși să plătească un preț generos pentru acțiunile companiilor preferate. Ne-am expus opinia contrară ceva mai înainte; ea se bazează în general pe absența unui *factor de siguranță* adecvat în momentul în care prețul depinde prea mult de creșterea continuă a profitului în viitor. Cititorul va trebui să hotărască singur în această chestiune importantă – după ce va cântări argumentele ambelor părți.

Noi am optat totuși pentru luarea în calcul a unui ritm moderat de creștere în ultimul deceniu. În lipsa acestuia, compania ar da semne de

Scanned with OKEN Scanner

declin, cel puțin din punctul de vedere al raportului dintre profit și capitalul investit. Investitorul defensiv nu are niciun motiv să includă în portofoliu acțiunile unor asemenea companii – cu toate că, dacă prețul este destul de mic, ele ar putea fi considerate acțiuni de ocazie.

Cifra *maximă* sugerată, de 15 ori profitul net, s-ar putea obține în cazul unui portofoliu tipic cu un multiplicator *mediu* de, să zicem, 12 sau 13. De remarcat că, în februarie 1972, acțiunile American Tel. & Tel. s-au vândut la un preț de 11 ori mai mare ca profitul mediu pe ultimii trei ani (inclusiv cel curent), iar acțiunile Standard Oil of California, la un preț de aproape 10 ori mai mare ca ultimul profit net. Noi recomandăm în esență ca, în momentul alcătuirii, portofoliul de acțiuni să aibă un raport profit-preț – inversul raportului preț-profit (PP) – cel puțin la fel de mare ca randamentul curent al obligațiunilor de foarte bună calitate. Aceasta înseamnă un raport PP nu mai mare de 13,3, în condițiile în care randamentul obligațiunilor AA este de 7,5%.*

Aplicație a criteriilor noastre la DJIA la sfârșitul anului 1970

La sfârșitul lui 1970, acțiunile din coșul DJIA îndeplineau toate criteriile recomandate de noi, mai puțin două acțiuni care le îndeplineau la limită. Iată un sondaj realizat pe baza prețului de închidere din 1970 și a altor indicatori relevanți. (Datele de bază pentru fiecare companie sunt prezentate în tabelele 14-1 și 14-2.)

---

* La începutul lui 2003, randamentul obligațiunilor corporatiste AA cu scadența la 10 ani era de circa 4,6%, ceea ce înseamnă că – după formula lui Graham – un portofoliu de acțiuni trebuia să aibă un raport profit-preț cel puțin la fel de mare. Calculând inversul acestui raport (împărțind 4,6 la 100), obținem un raport PP „maxim sugerat" de 21,7. La începutul acestui paragraf, Graham recomandă ca acțiunile „medii" să aibă un preț cu aproximativ 20% mai mic decât raportul „maxim". Înseamnă că – în general – Graham considera că acțiunile care se vând la un preț nu mai mare de 17 ori profitul mediu al acestora pe trei ani sunt potențial atractive date fiind ratele dobânzilor și conjunctura actuală a pieței. La 31 decembrie 2002, peste 200 – adică mai mult de 40% – dintre acțiunile care compun coșul S & P 500 aveau un raport PP mediu pe trei ani de cel mult 17. Randamentele actualizate ale obligațiunilor se pot găsi pe site-ul www.bondtalk.com.

Scanned with OKEN Scanner

1. Fiecare companie este de foarte mari dimensiuni.
2. Situația financiară este adecvată *pe ansamblu*, însă nu pentru fiecare companie.[2]
3. Fiecare companie a plătit dividende cel puțin din 1940. Cinci au plătit dividende încă din secolul trecut.
4. Profiturile în ansamblu au fost foarte stabile în ultimul deceniu. Niciuna dintre companii n-a raportat pierderi în perioada prosperă dintre 1961 și 1969, în afară de Chrysler, care a înregistrat o mică pierdere în 1970.
5. Creșterea totală – comparând mediile pe trei ani despărțite de un deceniu – a fost de 77%, respectiv circa 6% pe an. Cinci firme nu au crescut însă cu o treime.
6. Raportul dintre prețul la sfârșit de an și profitul mediu pe trei ani a fost de 839 $ la 55,5 $, adică de 15 la 1 – exact la limita superioară sugerată de noi.
7. Raportul dintre preț și valoarea netă a activelor a fost de 839 la 562 – de asemenea, la limita sugerată de noi, de 1½ la 1.

Dacă însă am vrea să aplicăm aceleași șapte criterii la fiecare companie în parte, am constata că numai cinci dintre ele îndeplinesc *toate* cerințele. Acestea sunt: American Can, American Tel. & Tel., Anaconda, Swift și Woolworth. Totalurile corespunzătoare lor apar în tabelul 14-3. Așa cum este și firesc, acestea sunt mult mai bune decât cifrele corespunzătoare DJIA în ansamblu, exceptând ritmul de creștere din trecut.[3]

Din aplicarea criteriilor noastre specifice la acest grup select de acțiuni industriale rezultă că numărul celor care îndeplinesc toate criteriile va fi relativ mic în comparație cu numărul *tuturor* acțiunilor industriale cotate la bursă. Ne hazardăm să afirmăm că aproximativ 100 de acțiuni de acest fel s-ar fi putut găsi în „Ghidul acțiunilor" publicat de Standard & Poor's la sfârșitul lui 1970, suficiente pentru ca investitorul să aibă de unde să aleagă.*

---

* Un program de urmărire interactivă ușor de folosit, capabil să selecteze acțiunile din coșul S & P 500 conform majorității criteriilor formulate de Graham este disponibil la www.quicken.com/investments/stocks/search/full.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-1. Datele de bază a 30 de acțiuni din coșul Dow-Jones Industrial Average la 30 septembrie 1971

	Preț 30 sept. 1971	„Profit pe acțiune"[a] 30 sept. 1971	Med. 1968-1970	Med. 1958-1960	Div. din	Valoarea netă a activelor	Div. curent
Allied Chemical	32½	1,40	1,82	2,14	1887	26,02	1,20
Aluminum Co. of Am.	45½	4,25	5,18	2,08	1939	55,01	1,80
Amer. Brands	43½	4,32	3,69	2,24	1905	13,46	2,10
Amer. Can	33¼	2,68	3,76	2,42	1923	40,01	2,20
Amer. Tel. & Tel.	43	4,03	3,91	2,52	1881	45,47	2,60
Anaconda	15	2,06	3,90	2,17	1936	54,28	nu
Bethlehem Steel	25½	2,64	3,05	2,62	1939	44,62	1,20
Chrysler	28½	1,05	2,72	(0,13)	1926	42,40	0,60
DuPont	154	6,31	7,32	8,09	1904	55,22	5,00
Eastman Kodak	87	2,45	2,44	0,72	1902	13,70	1,32
General Electric	61¼	2,63	1,78	1,37	1899	14,92	1,40
General Foods	34	2,34	2,23	1,13	1922	14,13	1,40
General Motors	83	3,33	4,69	2,94	1915	33,39	3,40
Goodyear	33½	2,11	2,01	1,04	1937	18,49	0,85
Inter. Harvester	28½	1,16	2,30	1,87	1910	42,06	1,40
Inter. Nickel	31	2,27	2,10	0,94	1934	14,53	1,00
Inter. Paper	33	1,46	2,22	1,76	1946	23,68	1,50
Johns-Manville	39	2,02	2,33	1,62	1935	24,51	1,20
Owens-Illinois	52	3,89	3,69	2,24	1907	43,75	1,35
Procter & Gamble	71	2,91	2,33	1,02	1891	15,41	1,50
Sears Roebuck	68½	3,19	2,87	1,17	1935	23,97	1,55
Std. Oil of Calif.	56	5,78	5,35	3,17	1912	54,79	2,80
Std. Oil of N.J.	72	6,51	5,88	2,90	1882	48,95	3,90
Swift & Co.	42	2,56	1,66	1,33	1934	26,74	0,70
Texaco	32	3,24	2,96	1,34	1903	23,06	1,60
Union Carbide	43½	2,59	2,76	2,52	1918	29,64	2,00
United Aircraft	30½	3,13	4,35	2,79	1936	47,00	1,80
U.S. Steel	29½	3,53	3,81	4,85	1940	65,54	1,60
Westinghouse	96½	3,26	3,44	2,26	1935	33,67	1,80
Woolworth	49	2,47	2,38	1,35	1912	25,47	1,20

[a] Ajustat cu dividendele și scindările acțiunilor.
[b] De regulă pentru anul încheiat pe 30 iunie 1971.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-2. Raporturi semnificative pentru acțiunile DJIA la 30 septembrie 1971

	Raportul preț-profit		Randam. curent	Creșterea profitului în 1968-1970 față de 1958-1960	Raportul active curente-pasive curente[a]	Raportul active curente nete-datorii[b]	Raportul preț-valoare netă a activelor
	Sept. 1971	1968-1970	al div. (%)	(%)		(%)	activelor (%)
Allied Chemical	18,3	18,0	3,7	(–15,0)	2,1	74	125
Aluminum Co. of Am.	10,7	8,8	4,0	149,0	2,7	51	84
Amer. Brands	10,1	11,8	5,1	64,7	2,1	138	282
Amer. Can	12,4	8,9	6,6	52,5	2,1	91	83
Amer. Tel. & Tel.	10,8	11,0	6,0	55,2	1,1	–[c]	94
Anaconda	5,7	3,9	–	80,0	2,9	80	28
Bethlehem Steel	12,4	8,1	4,7	16,4	1,7	68	58
Chrysler	27,0	10,5	2,1	–[d]	1,4	78	67
DuPont	24,5	21,0	3,2	(–9,0)	3,6	609	280
Eastman Kodak	35,5	35,6	1,5	238,9	2,4	1764	635
General Electric	23,4	34,4	2,3	29,9	1,3	89	410
General Foods	14,5	15,2	4,1	97,3	1,6	254	240
General Motors	24,4	17,6	4,1	59,5	1,9	1071	247
Goodyear	15,8	16,7	2,5	93,3	2,1	129	80

Scanned with OKEN Scanner

Inter. Harvester	24,5	12,4	4,9	23,0	2,2	191	66
Inter. Nickel	13,6	16,2	3,2	123,4	2,5	131	213
Inter. Paper	22,5	14,0	4,6	26,1	2,2	62	139
Johns-Manville	19,3	16,8	3,0	43,8	2,6	–	158
Owens-Illinois	13,2	14,0	2,6	64,7	1,6	51	118
Procter & Gamble	24,2	31,6	2,1	128,4	2,4	400	460
Sears Roebuck	21,4	23,8	1,7	145,3	1,6	322	285
Std. Oil of Calif.	9,7	10,5	5,0	68,8	1,5	79	102
Std. Oil of N.J.	11,0	12,2	5,4	102,8	1,5	94	115
Swift & Co.	16,4	25,5	1,7	24,8	2,4	138	158
Texaco	9,9	10,8	5,0	120,9	1,7	128	138
Union Carbide	16,6	15,8	4,6	9,5	2,2	86	146
United Aircraft	9,7	7,0	5,9	55,9	1,5	155	65
U.S. Steel	8,3	6,7	5,4	(–21,5)	1,7	51	63
Westinghouse	29,5	28,0	1,9	52,2	1,8	145	2,86
Woolworth	19,7	20,5	2,4	76,3	1,8	185	1,90

[a] Cifre considerate rezultate aferente anului fiscal 1970.
[b] Cifre preluate din Moody's Industrial Manual (1971).
[c] Sold debitor pentru activele curente nete.
[d] În 1958-1960 a raportat pierdere.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-3. Acțiuni din coșul DJIA care îndeplinesc anumite criterii investiționale la sfârșitul lui 1970

	American Can	American Tel. & Tel.	Anaconda	Swift	Woolworth	Media celor 5 companii
Preț, 31 dec. 1970	39¾	48⅞	21	30⅛	36½	
Preț-profit, 1970	11,0	12,3	6,7	13,5	14,4	11,6
Preț-profit, 3 ani	10,5	12,5	5,4	18,1[b]	15,1	12,3
Preț-valoare contabilă (%)	99	108	38	113	148	112
Active curente-pasive curente	2,2	n.c.	2,9	2,3	1,8[c]	2,3
Active curente nete-datorii (%)	110	n.c.	120	141	190	140
Indice de stabilitate[a]	85	100	72	77	99	86
Creștere[a] (%)	55	53	78	25	73	57

[a] A se vedea definiția la p. 354.

[b] Având în vedere rezultatele bune obținute de Swift în 1970, un an considerat slab, nu mai includem aici deficitul din perioada 1968-1970.

[c] Micul deficit înregistrat în acest caz, sub 2 la 1, a fost compensat de marja pentru finanțarea suplimentară a datoriilor.

n.c. = nu este cazul. Datoriile companiei American Tel. & Tel. erau mai mici decât capitalul propriu.

Scanned with OKEN Scanner

„Soluția" oferită de acțiunile companiilor de utilități publice

Dacă ne îndreptăm atenția spre acțiunile companiilor de utilități publice, constatăm că situația este mult mai plăcută și mai tentantă pentru investitor.* În acest caz, marea majoritate a acțiunilor par a fi create, ținând cont de randamentul lor și de raportul preț-profit, în conformitate cu nevoile investitorului defensiv așa cum le vedem noi. Dintre criteriile aplicate acțiunilor companiilor de utilități publice vom exclude unul, și anume raportul dintre activele curente și pasivele curente. În acest domeniu, factorul fond de rulment nu depinde de nimic, creșterea lui finanțându-se continuu prin vânzarea de obligațiuni și acțiuni. După părerea noastră totuși, trebuie să existe un raport adecvat între capitalul propriu și datorii.[4]

În tabelul 14-4 prezentăm o sinteză a situației celor 15 acțiuni care compun indicele Dow Jones corespunzător companiilor de utilități publice. Pentru comparație, tabelul 14-5 prezintă o imagine asemănătoare a acțiunilor altor 15 companii de utilități publice cotate la Bursa de Valori New York.

La începutul anului 1972, investitorul defensiv ar fi avut de unde să aleagă acțiuni ordinare ale companiilor de utilități publice, toate îndeplinind criteriile noastre de performanță și preț. Companiile respective îi ofereau tot ceea ce era îndreptățit să ceară de la niște investiții în acțiuni ordinare alese pe baza unei metode simple. În comparație cu proeminentele companii industriale din coșul DJIA, ele ofereau performanțe aproape la fel de bune în ceea ce privește creșterea înregistrată în trecut, la care se adăugau fluctuații mai mici ale indicatorilor anuali – în condițiile unui preț mai mic raportat la profit și la active. Randamentul dividendelor era mult mai mare. Poziția de

---

* Pe vremea când scria Graham, exista un singur fond mutual important, specializat în acțiuni ale companiilor de utilități, care opera pe scară largă – Franklin Utilities. Astăzi sunt peste 30. Graham nu avea cum să anticipeze haosul financiar produs de închiderea și dezactivarea centralelor atomo-electrice, nici n-a prevăzut urmările introducerii în California a unor reglementări prost gândite. Acțiunile companiilor de utilități sunt mult mai volatile decât pe vremea lui Graham, iar majoritatea investitorilor ar trebui să cumpere așa ceva doar prin intermediul unui fond diversificat, cu costuri minime precum Dow Jones U.S. Utilities Sector Index Fund (simbol de cotare IDU) sau Utilities Select Sector SPDR (XLU). Pentru detalii, a se vedea www.ishares.com și www.spdrindex.com/spdr/. (Asigurați-vă că brokerul nu vă percepe comision pentru reinvestirea dividendelor.)

Scanned with OKEN Scanner

monopol reglementat a companiilor de utilităţi reprezintă cu certitudine mai mult un avantaj decât un dezavantaj pentru investitorul prudent. Potrivit legii, ele sunt îndreptăţite să practice dobânzi suficient de mari pentru a atrage capitalul de care au nevoie pentru a-şi continua expansiunea, iar aceasta presupune o compensare adecvată a costurilor mărite. Deşi procesul de reglementare a fost adeseori stânjenitor şi greoi chiar, acesta n-a împiedicat companiile de utilităţi să obţină timp de mai multe decenii un profit frumos din capitalul tot mai mare investit.

Pentru investitorul defensiv, principalul atu pe care-l prezintă în acest moment acţiunile companiilor de utilităţi publice ar trebui să-l constituie disponibilitatea lor la un preţ moderat în raport cu valoarea contabilă. Aceasta înseamnă că, dacă doreşte, el poate ignora consideraţiile de ordin bursier, socotindu-se în primul rând un proprietar parţial al unor afaceri solide şi profitabile. Cotaţiile bursei îl ajută întotdeauna să profite de situaţie atunci când vremurile sunt propice – fie să cumpere când preţurile sunt neobişnuit de mii, fie să vândă când preţurile sunt în mod evident prea mari.

Datele aferente performanţelor bursiere ale companiilor de utilităţi publice – condensate în tabelul 14-6 împreună cu cele ale altor categorii de firme – indică faptul că, în trecut, investiţiile în aceste firme au oferit mari şanse de câştig. Deşi creşterea n-a fost la fel de mare ca aceea a acţiunilor industriale, comparativ cu cele din alte categorii, acţiunile diverselor companii de utilităţi au prezentat o stabilitate mai mare a preţurilor în majoritatea perioadelor.* Ne surprinde să observăm în acest tabel că raporturile relative preţ-profit ale acţiunilor companiilor industriale şi ale acţiunilor companiilor de utilităţi s-au inversat în ultimele două decenii.

---

* Ideea lui Graham a fost confirmată într-un mod remarcabil de faptul că neinteresantul indice Standard & Poor's al companiilor de utilităţi a depăşit vreme de 30 de ani, între 1973 şi 2002, performanţele mult lăudatului indice compozit NASDAQ.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-4. Date cu privire la cele 15 acțiuni care compun indicele Dow Jones pentru companiile de utilități la 30 septembrie 1971

	Preț la 30 sept. 1971	*Profit*[a]	*Dividend*	*Valoare contabilă*	*Raport preț-profit*	*Raport preț-valoare contabilă (%)*	*Randamentul div. (%)*	*Profit pe acțiune 1970 față de 1960*
Am. Elec. Power	26	2,40	1,70	18,86	11	138	6,5	+87%
Cleveland El. Ill.	34¾	3,10	2,24	22,94	11	150	6,4	86
Columbia Gas System	33	2,95	1,76	25,58	11	129	5,3	85
Commonwealth Edison	35½	3,05	2,20	27,28	12	130	6,2	56
Consolidated Edison	24½	2,40	1,80	30,63	10	80	7,4	19
Consd. Nat. Gas	27¾	3,00	1,88	32,11	9	86	6,8	53
Detroit Edison	19¼	1,80	1,40	22,66	11	84	7,3	40
Houston Ltg. & Power	42¾	2,88	1,32	19,02	15	222	3,1	135
Niagara-Mohawk Pwr.	15½	1,45	1,10	16,46	11	93	7,2	32
Pacific Gas & Electric	29	2,65	1,64	25,45	11	114	5,6	79
Panhandle E. Pipe L.	32½	2,90	1,80	19,95	11	166	5,5	79
Peoples Gas Co.	31½	2,70	2,08	30,28	8	104	6,6	23
Philadelphia El.	20½	2,00	1,64	19,74	10	103	8,0	29
Public Svs. El. & Gas	25½	2,80	1,64	21,81	9	116	6,4	80
Sou. Calif. Edison	29½	2,80	1,50	27,28	10	107	5,1	85
Media	28½	2,66	1,71	23,83	10,7	121	6,2	+65%

[a] Estimat pentru anul 1971.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-5. Date cu privire la alte 15 acțiuni ale unor companii de utilități publice la 30 septembrie 1971

	Preț la 30 sept. 1971	*Profit*[a]	*Dividend*	*Valoare contabilă*	*Raport preț-profit*	*Raport preț-valoare contabilă (%)*	*Randamentul div. (%)*	*Profit pe acțiune 1970 față de 1960*
Alabama Gas	15½	1,50	1,10	17,80	10	87	7,1	+34%
Allegheny Power	22½	2,15	1,32	16,88	10	134	6,0	71
Am Tel. & Tel.	43	4,05	2,60	45,47	11	95	6,0	47
Am. Water Works	14	1,46	0,60	16,80	10	84	4,3	187
Atlantic City Elec.	20½	1,85	1,36	14,81	11	138	6,6	74
Baltimore Gas. & Elec.	30¼	2,85	1,82	23,03	11	132	6,0	86
Brooklyn Union Gas	23½	2,00	1,12	20,91	12	112	7,3	29
Carolina Pwr. & Lt.	22½	1,65	1,46	20,49	14	110	6,5	39
Cen. Hudson G. & E.	22¼	2,00	1,48	20,29	11	110	6,5	13
Cen. Ill. Lt.	25¼	2,50	1,56	22,16	10	114	6,5	55
Cen. Maine Pwr.	17¾	1,48	1,20	16,35	12	113	6,8	62
Cincinnati Gas & Elec.	23¼	2,20	1,56	16,13	11	145	6,7	102
Consumers Power	29½	2,80	2,00	32,59	11	90	6,8	89
Dayton Pwr. & Lt.	23	2,25	1,66	16,79	10	137	7,2	94
Delmarva Pwr. & Lt.	16½	1,55	1,12	14,04	11	117	6,7	78
Media	23½	2,15	1,50	21,00	11	112	6,5	+71%

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 14-6. Evoluția prețurilor și a raporturilor preț-profit pentru diverși indici Standard & Poor's (1948-1970)

	Industrie		*Căi ferate*		*Utilități*	
Anul	Preț[a]	Raport PP	Preț[a]	Raport PP	Preț[a]	Raport PP
1948	15,34	6,56	15,27	4,55	16,77	10,03
1953	24,84	9,56	22,60	5,42	24,03	14,00
1958	58,65	19,88	34,23	12,45	43,13	18,59
1963	79,25	18,18	40,65	12,78	66,42	20,44
1968	113,02	17,80	54,15	14,21	69,69	15,87
1970	100,00	17,84	34,40	12,83	61,75	13,16

[a] Prețurile sunt cele de închidere de la sfârșitul anului.

Aceste inversări vor avea o semnificație mai mare pentru investitorul activ decât pentru cel pasiv. Ele demonstrează însă că și portofoliile investitorilor defensivi trebuie să se schimbe din când în când, mai ales dacă prețul titlurilor achiziționate crește în mod evident prea mult, și acestea pot fi înlocuite cu titluri la un preț mult mai rezonabil. Dar, vai! Vor fi de plătit impozite pe profitul din operațiunile de capital – care, pentru investitorul obișnuit, par a fi o corvoadă. Vechiul nostru aliat, experiența, ne spune în acest caz că este mai bine să vinzi și să plătești impozitul decât să nu vinzi și să-ți pară rău după aceea.

Investițiile în acțiuni ale societăților financiare

O varietate considerabilă de firme poate fi încadrată în categoria „societăților financiare". Aceasta ar cuprinde băncile, societățile de asigurări, asociațiile de economii și împrumut, societățile de credit și mic împrumut, societățile de credit ipotecar și „societățile de investiții" (adică fondurile mutuale).* Caracteristic pentru toate aceste

* În prezent, sectorul serviciilor financiare este alcătuit din și mai multe componente, și anume: băncile comerciale; societățile de economii, împrumut și finanțare ipotecară; firmele de finanțare a consumatorilor precum cele care emit cărți de credit; agenții de investiții și companiile fiduciare; agențiile de investiții și agențiile de brokeraj; societățile de asigurări; firmele implicate în dezvoltarea sau cumpărarea proprietăților imobiliare, inclusiv trusturile de investiții imobiliare. Deși acest sector este mult mai diversificat în prezent, obiecțiile lui Graham cu privire la soliditatea financiară se aplică mai mult ca oricând.

Scanned with OKEN Scanner

societăți este faptul că bunurile materiale – cum ar fi mijloacele fixe și stocurile de marfă – au o pondere relativ scăzută în totalul activelor, dar, pe de altă parte, majoritatea lor au obligații pe termen scurt care depășesc cu mult capitalul propriu. Chestiunea solidității financiare este deci mai relevantă în acest caz decât în cel al întreprinderii industriale sau comerciale tipice. Aceasta, la rândul ei, a dat naștere unor diferite forme de reglementare și supraveghere, intenția și rezultatul general fiind protejarea de practicile financiare nesănătoase.

În general vorbind, acțiunile societăților financiare au dat rezultate asemănătoare celor produse de alte categorii de acțiuni ordinare. În tabelul 14-7 se prezintă variația prețurilor înregistrată între 1948 și 1970 de șase categorii de acțiuni reprezentate în indicii bursieri Standard & Poor's. Media pentru perioada 1941-1943 este considerată 10, nivelul de bază.

Valorile de la finele anului 1970 au variat între 44,3 pentru cele nouă bănci din New York și 218 pentru cele 11 societăți de asigurări de viață. În cursul intervalelor de timp intermediare, evoluția prețurilor respective a cunoscut o variație considerabilă. De exemplu, acțiunile băncilor din New York au avut o evoluție foarte bună între 1958 și 1968; în schimb, senzaționalele societăți de asigurări de viață au pierdut de fapt teren între 1963 și 1968. Aceste evoluții contradictorii se întâlnesc în cazul multor, dacă nu al celor mai multe categorii de firme reprezentate în indicii Standard & Poor's.

TABELUL 14-7. Evoluția relativă a prețurilor acțiunilor unor diferite categorii de societăți financiare între 1948 și 1970

	1948	1953	1958	1963	1968	1970
Asigurări de viață	17,1	59,5	156,6	318,1	282,2	218,0
Asigurări de bunuri și de răspundere civilă	13,7	23,9	41,0	64,7	99,2	84,3
Bănci din New York	11,2	15,0	24,3	36,8	49,6	44,3
Bănci din afara orașului New York	16,9	33,3	48,7	75,9	96,9	83,3
Societăți financiare	15,6	27,1	55,4	64,3	92,8	78,3
Companii de mic împrumut	18,4	36,4	68,5	118,2	142,8	126,8
Indicele compozit Standard & Poor's	13,2	24,8	55,2	75,0	103,9	92,2

[a] Valorile de sfârșit de an ale indicilor bursieri Standard & Poor's. Media din perioada 1941-1943 = 10.

Scanned with OKEN Scanner

Nu avem de făcut observații de mare ajutor în acest amplu domeniu al investițiilor – în afară de recomandarea ca, în momentul alegerii unor companii din aceste categorii, să se aplice același criteriu aritmetic al prețului raportat la profit și la valoarea contabilă aplicat în cazul investițiilor în acțiuni ale companiilor industriale și de utilități publice.

Acțiunile societăților de căi ferate

Povestea societăților de căi ferate este cu totul diferită de cea a companiilor de utilități. Companiile de transport au avut mult de suferit din cauza concurenței acerbe și a reglementărilor stricte. (Problema costului muncii a fost și ea considerabilă, desigur, dar nu s-a limitat la societățile de căi ferate.) Automobilele, autobuzele și companiile aeriene au atras cea mai mare parte a clienților, din care cauză restul firmelor din domeniu au devenit nerentabile; companiile de camioane au preluat o mare parte a traficului de mărfuri. Mai mult de jumătate din rețeaua de căi ferate a țării s-a aflat în faliment (sau în „administrare fiduciară") în diferite momente în ultimii 50 de ani.

Dar această jumătate de secol n-a fost toată numai un declin pentru societățile de transport. Au existat perioade de prosperitate pentru acestea, în special anii de război. Unele firme au reușit să-și mențină rentabilitatea și dividendele în ciuda dificultăților generale.

Indicele Standard & Poor's a crescut de șapte ori între 1942, când a înregistrat nivelul minim, și 1968, când a înregistrat nivelul maxim, cu puțin sub creșterea procentuală a indicelui utilităților publice. Falimentul Penn Central Transportation Co., cea mai importantă societate de căi ferate a țării, din 1970 a șocat comunitatea financiară. Doar în ultimii doi ani, acțiunile acesteia s-au vândut la un preț apropiat de nivelul maxim înregistrat de-a lungul existenței companiei, care a plătit dividende permanent, vreme de peste 120 de ani! (La p. 441 prezentăm o scurtă analiză a acestei societăți de căi ferate pentru a ilustra felul în care un analist competent ar fi putut detecta din timp punctele slabe ale companiei pentru a-i sfătui pe investitori să evite titlurile emise de aceasta.) Prețul de piață al acțiunilor societăților de căi ferate în ansamblu a fost grav afectat de acest dezastru financiar.

În mod obișnuit, nu este bine să se facă recomandări generale cu privire la toate categoriile de titluri financiare și nici să se rostească

Scanned with OKEN Scanner

sentințe generale. Datele cu privire la prețul acțiunilor societăților de căi ferate din tabelul 14-6 arată că, pe ansamblu, ele au oferit adeseori posibilitatea obținerii unor profituri însemnate. (După părerea noastră însă, creşterea substanțială a prețurilor în sine a fost în mare măsură nejustificată.) Ne vom limita la următoarea recomandare: investitorul nu are niciun motiv convingător să dețină acțiuni la societățile de căi ferate; înainte de a cumpăra aşa ceva, el trebuie să se asigure că raportul calitate-preț al investiției sale este atât de mare, încât ar fi ilogic să caute altceva.*

Capacitatea de selecție a investitorului defensiv

Orice investitor ar vrea ca portofoliul lui să fie mai bun sau mai promițător decât media. De aceea, cititorul ne va întreba dacă, în cazul în care are de-a face cu un consilier sau analist competent de valori mobiliare, n-ar trebui să se aştepte să i se ofere un pachet de investiții cu adevărat superior altora. „În definitiv", poate spune el, „regulile pe care le-ați prezentat sunt destul de simple şi uşor de urmat. Un analist bine pregătit ar trebui să-şi poată folosi toate cunoştințele şi tehnicile pentru a îmbunătăți substanțial ceva atât de transparent ca un portofoliu Dow Jones. Dacă nu, la ce bun toate statisticile, calculele şi pretențioasele aprecieri ale sale?"

Să presupunem că am fi făcut un test şi am fi cerut unui număr de o sută de analişti de valori mobiliare să aleagă „cele mai bune" cinci acțiuni din coşul Dow Jones de la sfârşitul anului 1970. Puțini ar fi ales aceleaşi acțiuni, iar multe portofolii s-ar fi deosebit complet unul de celălalt.

Nu este un lucru atât de surprinzător pe cât ar putea părea la prima vedere. Principalul motiv este acela că prețul curent al fiecărei acțiuni notabile reflectă destul de bine factorii esențiali care determină rezultatele financiare ale acesteia, precum şi opinia generală cu privire la perspectivele ei de viitor. Prin urmare, părerea unui analist conform

---

* În prezent nu mai există decât câteva societăți importante de căi ferate, printre care Burlington Northern, CSX, Norfolk Southern şi Union Pacific. Sfatul dat în această secțiune este cel puțin tot atât de relevant pentru companiile aeriene din zilele noastre – cu pierderile lor masive şi rezultatele slabe obținute aproape continuu pe parcursul a jumătate de secol – pe cât a fost pentru societățile de căi ferate din vremea lui Graham.

Scanned with OKEN Scanner

căreia o acțiune merită să fie cumpărată mai mult decât celelalte are la bază în mare măsură predilecțiile și așteptările sale personale sau accentul pus de el în munca sa de evaluare pe un anumit ansamblu de factori, iar nu pe altul. Dacă toți analiștii ar fi de părere că o anumită acțiune a dat rezultate mai bune decât toate celelalte, prețul acelei acțiuni ar crește atât de mult, încât ar anula toate beneficiile aduse anterior.*

Prin afirmația noastră potrivit căreia prețul curent reflectă atât datele cunoscute, cât și așteptările de viitor am urmărit să subliniem faptul că evaluările pe care le face piața se bazează pe două aspecte. Acestor două elemente determinante ale valorii le corespund două maniere în esență diferite de analiză a valorilor mobiliare. Mai exact, orice analist competent privește înainte, spre viitor, nu înapoi, spre trecut, și își dă seama că munca lui se va dovedi bună sau rea în funcție de ceea ce *se va* întâmpla, și nu de ceea ce *s-a* întâmplat. Oricum, viitorul în sine poate fi abordat pe două căi diferite, care pot fi numite calea *previziunii* (sau proiecției) și calea *protecției*.†

---

* Graham prezintă succint „ipoteza pieței eficiente", o teorie academică potrivit căreia prețul unei acțiuni încorporează toate informațiile puse la dispoziția publicului cu privire la compania emitentă. În condițiile în care milioane de investitori cercetează piața în fiecare zi, este puțin probabil că prețurile eronate pot persista multă vreme. O glumă veche spune că doi profesori de finanțe mergeau pe trotuar; când unul dintre ei vede pe jos o bancnotă de 20 $ și se apleacă s-o ridice, celălalt îl apucă de braț și-i spune: „Nu te deranja. Dacă chiar ar fi o bancnotă de 20 $, cineva ar fi luat-o deja." Deși piața nu este perfect eficientă, în majoritatea timpului ea este aproape eficientă – deci investitorul inteligent se va apleca să ridice bancnotele de 20 $ de pe piața bursieră numai după ce le-a studiat bine și a redus la minimum costul de tranzacționare și impozitele.

† Aceasta este una dintre ideile principale ale cărții lui Graham. Activitatea tuturor investitorilor este supusă unei crude ironii: investim *în* prezent, dar *pentru* viitor. Din păcate, viitorul este nesigur aproape în totalitate. Inflația și ratele dobânzilor sunt incerte; recesiunile economice vin și trec la întâmplare; cataclismele geopolitice precum războiul, crizele de materii prime și terorismul apar pe neanunțate; iar soarta companiilor și a sectoarelor de activitate ale acestora se dovedește adeseori a fi contrară așteptărilor majorității investitorilor. De aceea, a investi pe baza *proiecției* înseamnă a munci în zadar; chiar prognozele așa-zișilor experți sunt mai puțin probabile decât rezultatul aruncării unei monede. Pentru cei mai mulți oameni, a investi pe baza *protecției* – plătind prea mult pentru o acțiune și având prea multă încredere în propria judecată – reprezintă cea mai bună soluție. Graham dezvoltă această idee în capitolul 20.

Scanned with OKEN Scanner

Cei care pun accentul pe previziune se vor strădui să anticipeze cât mai exact ceea ce va realiza compania în anii viitori – mai ales dacă profiturile vor înregistra o creştere pronunţată şi continuă. Concluziile lor se pot întemeia pe o analiză foarte atentă a unor factori precum cererea şi oferta din domeniu – sau valoarea desfacerilor, preţul şi costurile – sau, dimpotrivă, pe o proiecţie destul de nerealistă în viitor a ritmului de creştere din trecut. Dacă aceşti experţi sunt convinşi că perspectivele pe un termen destul de lung sunt neobişnuit de favorabile, ei vor recomanda aproape întotdeauna să se investească în acţiunile respective fără să acorde prea multă atenţie preţului la care se vând ele. De exemplu, aceasta a fost atitudinea generală adoptată faţă de acţiunile companiilor de transport aerian – o atitudine care a persistat mulţi ani, în pofida rezultatelor supărător de slabe înregistrate adeseori după 1946. În introducerea acestei cărţi ne-am referit la discrepanţa existentă între creşterea semnificativă a preţurilor şi profiturile relativ dezamăgitoare înregistrate în acest sector de activitate.

În schimb, cei care pun accentul pe protecţie sunt interesaţi mereu în mod deosebit de preţul acţiunii în momentul efectuării analizei. Principala lor preocupare este să realizeze o diferenţă cât mai mare între valoarea actuală şi preţul pieţei – care diferenţă ar putea compensa evoluţiile nefavorabile din viitor. Aşadar, în general vorbind, ei nu trebuie atât să fie entuziasmaţi de perspectivele pe termen lung ale companiei, cât să fie oarecum convinşi că întreprinderea se va descurca.

Prima abordare, cea predictivă, ar mai putea fi numită abordarea calitativă, deoarece pune accentul pe perspective, pe management şi pe alţi factori nemăsurabili, dar foarte importanţi, care ar putea intra în categoria „calitate". A doua abordare, cea protectivă, poate fi numită şi abordarea cantitativă sau statistică, deoarece pune accentul pe relaţiile măsurabile dintre preţul de vânzare şi profituri, active, dividende etc. Fiindcă veni vorba, metoda cantitativă este în realitate o dezvoltare – în domeniul acţiunilor ordinare – a tezei potrivit căreia s-a constatat că analiza valorilor mobiliare este potrivită pentru a fi folosită în selecţia obligaţiunilor şi acţiunilor privilegiate în care urmează a se investi.

Atitudinea şi activitatea noastră profesională s-au bazat întotdeauna pe abordarea cantitativă. De la bun început am urmărit să ne asigurăm că obţinem un bun raport calitate-preţ în termeni concreţi, demonstrabili. Nu vrem să acceptăm perspectivele şi promisiunile de

Scanned with OKEN Scanner

viitor ca pe o compensație a lipsei de valoare palpabilă. Cu siguranță că nu aceasta este părerea majorității experților în investiții; de fapt, aceştia ar subscrie probabil la părerea conform căreia perspectivele, calitatea managementului, alte aspecte nepalpabile, precum şi „factorul uman" sunt mult mai importante decât semnalele furnizate de orice analiză a datelor din trecut, a bilanțului şi a altor cifre seci.

Astfel, problema alegerii „celor mai bune" acțiuni este, în esență, una extrem de controversată. Noi îl sfătuim pe investitorul defensiv să nu-i acorde atenție. Să pună accent pe diversificare mai mult decât pe selecția individuală. Fiindcă tot veni vorba, ideea universal acceptată de diversificare este, cel puțin în parte, o negare a ambițiilor de selectivitate. Dacă cineva *ar putea* selecta cele mai bune acțiuni fără să greşească, n-ar avea decât de pierdut prin diversificare. Cu toate acestea, limitându-ne la cele patru reguli generale de selecție a acțiunilor ordinare recomandate investitorului defensiv (la pp. 120-121), avem destulă libertate să dăm curs preferințelor noastre. În cel mai rău caz, acest lucru n-ar trebui să ne afecteze în vreun fel situația; mai mult, poate da un plus de consistență rezultatelor. În condițiile în care progresele tehnologice au un impact tot mai mare asupra rezultatelor firmelor pe termen lung, investitorul nu le poate scoate din calculele sale. Şi în cazul lor, el trebuie să găsească o cale de mijloc între neglijare şi exagerare.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 14

„Cel ce-şi pune nădejdea în câştig, cu greu se va îmbogăți; iar cel ce riscă totul într-o întreprindere îndrăzneață, se va ruina adeseori şi va sărăci: de aceea este bine să-ți însoțeşti afacerile riscante cu certitudini care să poată pune stavilă pierderilor."

Sir Francis Bacon

ÎNCEPUTUL

Cum ar trebui să vă achitați de sarcina esențială a selecției acțiunilor? Graham sugerează că investitorul defensiv poate, „foarte simplu", să cumpere acțiuni la toate companiile care compun indicele Dow Jones Industrial Average. Investitorul defensiv de astăzi poate face mai mult de-atât, cumpărând titluri la un fond bazat pe un indice al întregii piețe bursiere care deține în principiu toate acțiunile în care merită să se investească. Un fond cu costuri minime bazat pe un indice este cel mai bun instrument creat vreodată pentru investițiile în acțiuni care necesită o urmărire minimă – iar orice îmbunătățire a acestuia necesită mai mult efort (şi presupune riscuri mai multe şi costuri mai mari) decât se justifică în cazul unui investitor realmente defensiv.

Nu este necesar ca dumneavoastră înşivă să faceți cercetarea şi selecția acțiunilor proprii; pentru majoritatea persoanelor, nu este nici măcar recomandabil. Pentru unii investitori defensivi însă, distracția şi provocarea intelectuală pe care o reprezintă alegerea acțiunilor sunt ceva plăcut – iar dacă ați supraviețuit unui declin al pieței şi *încă* vă place să alegeți singuri acțiunile, nimic din ceea ce ar putea să vă spună Graham sau eu nu vă va convinge. În acest caz, în loc să vă formați portofoliul numai din titlurile unui fond bazat pe un indice al întregii piețe bursiere, faceți din acestea baza portofoliului dumneavoastră. Odată pusă această bază, puteți face experimente cu acțiunile alese de dumneavoastră. Păstrați 90% din bani într-un fond bazat pe un indice, lăsând 10% pentru a încerca să alegeți singuri acțiunile preferate. Numai după ce ați creat acea bază solidă ar trebui să explorați. (Pentru a vedea de ce este atât de importantă o asemenea diversificare, vă rugăm să citiți caseta de la pagina următoare.)

Scanned with OKEN Scanner

DE CE SĂ VĂ DIVERSIFICAȚI PLASAMENTELE?

În perioada de declin al pieței din anii 1990, una dintre cele mai întâlnite obiecții la adresa diversificării se referea la faptul că aceasta diminuează posibilitatea obținerii unor randamente mari. În definitiv, dacă ați putea identifica următoarea Microsoft, n-ar fi logic să vă puneți toate ouăle în acel coş?

Bineînțeles că da. Umoristul Will Rogers spunea odată: „Nu riscați. Scoateți-vă toate economiile, cumpărați nişte acțiuni bune şi păstrați-le până când cresc, apoi vindeți-le. Dacă nu cresc, nu le cumpărați."

Rogers ştia însă că intuiția este un dar pe care majoritatea investitorilor nu-l au. Indiferent cât de încrezători am fi, n-avem de unde să ne dăm seama dacă o acțiune va urca decât *după* ce o cumpărăm. Prin urmare, acțiunea despre care dumneavoastră credeți că va fi „următoarea Microsoft" se poate dovedi a fi în schimb următoarea MicroStrategy. (Această fostă vedetă a bursei a coborât de la 3.130 $ pe acțiune în martie 2000 la 15,10 $ pe acțiune la sfârşitul lui 2002, înregistrând o pierdere apocaliptică de 99,5%.)[1] Doar investind în mai multe acțiuni şi domenii vă puteți proteja împotriva riscului de a vă înşela.

Însă diversificarea nu doar reduce la minimum şansele de a vă înşela. Ea măreşte la maximum şansele de a nu vă înşela. Într-o perioadă îndelungată, câteva acțiuni se transformă în „superacțiuni" care cresc cu 10.000% sau mai mult. Cei de la revista *Money* au identificat cele mai performante 30 de acțiuni din perioada 1973-2002 – şi chiar dacă suntem înzestrați cu percepție retrospectivă, lista respectivă tot este surprinzător de imprevizibilă. În locul unui număr mare de firme din domeniul tehnologiei sau al ocrotirii sănătății, ea cuprinde companii ca Southwest Airlines, Worthington Steel, magazinele cu prețuri mici Dollar General şi producătorul de tutun pentru prizat UST Inc.[2] Dacă credeți că ați fi fost dispuşi să mizați masiv pe acțiunile acelor firme în 1972, vă faceți iluzii.

Trebuie să vedeți lucrurile astfel: în imensul car cu fân care este piața, numai câteva ace reuşesc să genereze câştiguri cu adevărat uriaşe. Cu cât aveți o parte mai mare din acest fân, cu atât vă cresc şansele să găsiți cel puțin unul dintre acele ace. Dacă aveți tot fânul (ideal ar fi prin intermediul unui fond bazat pe un indice care reflectă evoluția întregii piețe bursiere), puteți fi siguri că veți găsi toate acele, beneficiind astfel de creşterea valorii tuturor

Scanned with OKEN Scanner

superacțiunilor. Mai ales dacă sunteți un investitor defensiv, de ce să căutați acele când puteți avea tot fânul?

[1] Valoare ajustată în funcție de scindarea acțiunilor. Pentru mulți, MicroStrategy chiar a părut o altă Microsoft la începutul anului 2000; acțiunile firmei respective crescuseră cu 566,6% în 1999, iar președintele ei, Michael Saylor, declara că, „în prezent, viitorul nostru este mai bun decât era cu 18 luni în urmă". Comisia de Valori Mobiliare și Burse a SUA a acuzat ulterior MicroStrategy de fraudă contabilă, iar Saylor a plătit o amendă de 8,3 milioane $ pentru ca acuzațiile să fie ridicate.

[2] Jon Birger, „The 30 Best Stocks", *Money*, toamna 2002, pp. 88-95.

VERIFICĂRI, VERIFICĂRI

Să actualizăm pe scurt criteriile lui Graham de selecție a acțiunilor.

Dimensiunea adecvată. În prezent, „pentru a exclude firmele mici", majoritatea investitorilor defensivi ar trebui să stea departe de acțiunile cu o valoare totală de piață mai mică de 2 miliarde $. La începutul lui 2003, v-ar mai fi rămas totuși 437 de companii din coșul Standard & Poor's 500 între care să puteți alege.

Totuși investitorii defensivi de astăzi – spre deosebire de cei din vremea lui Graham – pot investi fără probleme în acțiuni ale unor companii mici cumpărând titluri ale unui fond mutual specializat în asemenea acțiuni. Din nou, de preferat ar fi să se apeleze la un fond precum Vanguard Small-Cap Index, deși există fonduri active care oferă servicii la un cost rezonabil, aparținând unor firme precum Ariel, T. Rowe Price, Royce și Third Avenue.

Situația financiară solidă. Potrivit specialiștilor în strategii de piață Steve Galbraith și Jay Lasus de la Morgan Stanley, la începutul lui 2003, circa 120 de companii din coșul S & P 500 îndeplineau criteriul lui Graham referitor la raportul curent de 2 la 1. În condițiile în care activele curente sunt de cel puțin două ori mai mari decât pasivele curente, aceste firme au o rezervă considerabilă de fond de rulment care – în general – ar trebui să le susțină în vremuri vitrege.

Comunitatea financiară a abundat întotdeauna în situații de o ironie amară, iar spargerea balonului acțiunilor în creștere a dat naștere unei ciudățenii: în 1999 și 2000, acțiunile firmelor din domeniile tehnologiei de vârf, biotehnologiei și telecomunicațiilor ar fi trebuit să înregistreze o „creștere dramatică", dar până la urmă le-a micșorat dramatic buzunarul majorității celor care au investit în ele. La începutul lui 2003 însă, cercul s-a închis, iar multe dintre acele firme aflate într-o creștere dramatică au devenit prudente din punct de vedere financiar – ticsite cu fonduri de rulment, pline de disponibilități și, de multe ori, fără datorii. Acest tabel oferă o mostră:

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 14-1. Tot ce-i nou se învecheşte

Firma	Active curente	Pasive curente	Raportul dintre active curente şi pasive curente	Datorii pe termen lung	Raportul dintre datorii pe termen lung şi fond de rulment
Applied Micro Circuits	1091,2	61,9	17,6	0	nu
Linear Technology	1736,4	148,1	11,7	0	nu
Qlogic Corp.	713,1	69,6	10,2	0	nu
Analog Devices	3711,1	467,3	7,9	1274,5	0,39
Qualcomm Inc.	4368,5	654,9	6,7	156,9	0,04
Maxim Integrated Products	1390,5	212,3	6,5	0	nu
Applied Materials	7878,7	1298,4	6,1	573,9	0,09
Tellabs Inc.	1533,6	257,3	6,0	0,5	0,0004
Scientific-Atlanta	1259,8	252,4	5,0	8,8	0,01
Altera Corp.	1176,2	240,5	4,9	0	nu
Xilinx Inc.	1108,8	228,1	4,9	0	nu
American Power Conversion	1276,3	277,4	4,6	0	nu
Chiron Corp.	1393,8	306,7	4,5	414,9	0,38
Biogen Inc.	1194,7	265,4	4,5	39	0,04
Novellus Systems	1633,9	381,6	4,3	0	nu
Amgen Inc.	6403,5	1529,2	4,2	3039,7	0,62
LSI Logic Corp.	1626,1	397,8	4,1	1287,1	1,05
Rowan Cos.	469,9	116,0	4,1	494,8	1,40
Biomet Inc.	1000,0	248,6	4,0	0	nu
Siebel Systems	2588,4	646,5	4,0	315,6	0,16

Toate cifrele, exprimate în milioane de dolari, sunt preluate din ultimele situaţii financiare disponibile la 31.12.2002. Fondul de rulment este egal cu activele curente minus pasivele curente. Datoriile pe termen lung cuprind acţiunile privilegiate şi nu cuprind obligaţiile fiscale amânate.

Surse: Morgan Stanley, Baseline, baza de date Edgar de la www.sec.gov.

În 1999, majoritatea acestor companii au fost printre cele mai căutate de investitori, oferind perspectiva unei creşteri potenţiale substanţiale. La începutul lui 2003, ele făceau dovada unei valori reale.

De aici nu se desprinde faptul că acţiunile respective erau „ceva sigur" sau că ar trebui să vă grăbiţi şi să cumpăraţi totul (sau orice) din

Scanned with OKEN Scanner

acest tabel.[1] În schimb, ar trebui să înțelegeți că un investitor defensiv poate prospera întotdeauna căutând cu răbdare şi calm printre ruinele unei piețe în scădere. Criteriul lui Graham cu privire la forța financiară este încă aplicabil: dacă îți creezi un portofoliu diversificat de acțiuni emise de firme ale căror active curente sunt de cel puțin două ori mai mari ca pasivele curente şi ale căror datorii pe termen lung nu depăşesc fondul de rulment, ar trebui să ai plasamente la un grup de companii prudent finanțate, cu o mare putere de rezistență. Cele mai valoroase în prezent sunt de multe ori acțiunile căutate cândva, care între timp au ieşit din centrul atenției. De-a lungul timpului, aceste acțiuni au oferit marja de siguranță de care are nevoie un investitor defensiv.

Stabilitatea profitului. Potrivit datelor furnizate de Morgan Stanley, 86% dintre companiile care formează coşul S & P 500 au înregistrat profit în fiecare an între 1993 şi 2002. Prin urmare, ideea stăruitoare a lui Graham conform căreia „acțiunile ordinare trebuie să fi adus ceva profit în fiecare dintre ultimii zece ani" reprezintă un criteriu valabil – destul de drastic pentru a elimina acțiunile care produc pierderi cronice, dar nu atât de restrictiv pentru a vă limita posibilitățile de alegere la un eşantion prea mic.

Dividendele plătite. La începutul lui 2003, potrivit datelor furnizate de Standard & Poor's, 354 de companii din coşul S & P 500 (adică 71% din total) plăteau dividende. Nu mai puțin de 255 plăteau neîntrerupt dividende de cel puțin 20 de ani. Potrivit aceloraşi date, 57 de companii din coşul respectiv au *mărit* dividendele vreme de cel puțin 25 de ani la rând. Aceasta nu constituie o garanție a faptului că ele vor face acest lucru la nesfârşit, însă este un semn liniştitor.

Creşterea profitului. Câte companii din coşul S & P 500 şi-au mărit profitul pe acțiune cu „cel puțin o treime", aşa cum cere Graham, în cei zece ani anteriori lui 2002? (Vom calcula profitul mediu al fiecărei companii din perioada 1991-1993, după care vom vedea dacă profitul mediu din 2000-2002 a fost cu cel puțin 33% mai mare.) Potrivit datelor furnizate de Morgan Stanley, 264 de companii din coşul S & P 500 îndeplineau acest criteriu. Se pare însă că, în acest caz, Graham a fixat o ştachetă foarte joasă; o creştere totală de 33% pe parcursul unui deceniu înseamnă o creştere medie anuală de mai puțin de 3%. O creştere totală a profitului pe acțiune de cel puțin 50% – sau o creştere medie anuală de 4% – nu este chiar atât de moderată. Nu mai puțin de 245 de companii din coşul S & P 500 îndeplineau acest criteriu la începutul lui 2003, astfel încât investitorul defensiv avea de unde să aleagă. (Dacă ridicăm ştacheta creşterii

[1] În momentul în care dumneavoastră citiți aceste rânduri, multe se vor fi schimbat deja de la sfârşitul anului 2002.

Scanned with OKEN Scanner

totale la un nivel dublu, de 100%, reprezentând o creştere medie anuală de 7%, reuşesc să treacă testul 198 de companii.)

FIGURA 14-2. Firme cu performanţe stabile

Aceste companii au plătit, fără excepţie, dividende din ce în ce mai mari odată cu trecerea anilor.

Compania	Sectorul de activitate	Dividende plătite în fiecare an începând cu...	Număr de ani din ultimii 40 în care dividendele au crescut
3M Co	Produse industriale	1916	40
Abbott Laboratories	Sănătate	1926	35
ALLTEL Corp.	Telecomunicaţii	1961	37
Altria Group (fostă Philip Morris)	Produse de bază de larg consum	1928	36
AmSouth Bancorp	Servicii financiare	1943	34
Anheuser-Busch Cos.	Produse de bază de larg consum	1932	39
Archer-Daniels-Midland	Produse de bază de larg consum	1927	32
Automatic Data Proc	Produse industriale	1974	29
Avery Dennison Corp.	Produse industriale	1964	36
Bank of America	Servicii financiare	1903	36
Bard (C.R.)	Sănătate	1960	36
Becton, Dickinson	Sănătate	1926	38
CenturyTel Inc.	Telecomunicaţii	1974	29
Chubb Corp.	Servicii financiare	1902	28
Clorox Co	Produse de bază de larg consum	1968	30
Coca-Cola Co	Produse de bază de larg consum	1893	40
Comerica Inc.	Servicii financiare	1936	39
ConAgra Foods	Produse de bază de larg consum	1976	32
Consolidated Edison	Utilităţi publice	1885	31
Donnelley (R.R.) & Sons	Produse industriale	1911	36
Dover Corp.	Produse industriale	1947	37
Emerson Electric	Produse industriale	1947	40
Family Dollar Stores	Produse discreţionare de larg consum	1976	27
First Tenn Natl.	Servicii financiare	1895	31
Gannett Co	Produse discreţionare de larg consum	1929	35
General Electric	Produse industriale	1899	35
Grainger (W.W.)	Produse industriale	1965	33

Scanned with OKEN Scanner

Heinz (H.J.)	Produse de bază de larg consum	1911	38
Household Intl.	Servicii financiare	1926	40
Jefferson-Pilot	Servicii financiare	1913	36
Johnson & Johnson	Sănătate	1944	40
Johnson Controls	Produse discreționare de larg consum	1887	29
KeyCorp	Servicii financiare	1963	36
Kimberly-Clark	Produse de bază de larg consum	1935	34
Leggett & Platt	Produse discreționare de larg consum	1939	33
Lilly (Eli)	Sănătate	1885	38
Lowe's Cos.	Produse discreționare de larg consum	1961	40
May Dept. Stores	Produse discreționare de larg consum	1911	31
McDonald's Corp.	Produse discreționare de larg consum	1976	27
McGraw-Hill Cos.	Produse discreționare de larg consum	1937	35
Merck & Co	Sănătate	1935	38
Nucor Corp.	Materiale	1973	30
PepsiCo Inc.	Produse de bază de larg consum	1952	35
Pfizer, Inc.	Sănătate	1901	39
PPG Indus.	Materiale	1899	37
Procter & Gamble	Produse de bază de larg consum	1891	40
Regions Financial	Servicii financiare	1968	32
Rohm & Haas	Materiale	1927	38
Sigma-Aldrich	Materiale	1970	28
Stanley Works	Produse discreționare de larg consum	1877	37
Supervalu Inc.	Produse de bază de larg consum	1936	36
Target Corp.	Produse discreționare de larg consum	1965	34
TECO Energy	Utilități publice	1900	40
U.S. Bancorp	Servicii financiare	1999	35
VF Corp.	Produse discreționare de larg consum	1941	35
Wal-Mart Stores	Produse discreționare de larg consum	1973	29
Walgreen Co.	Produse de bază de larg consum	1933	31

Sursa: Standard & Poor's Corp.
Date valabile la 31.12.2002.

Scanned with OKEN Scanner

Un raport moderat preţ-profit. Graham vă recomandă să vă limitaţi la acţiunile al căror preţ curent este de cel mult 15 ori mai mare ca profitul mediu din ultimii trei ani. Incredibil este faptul că, în prezent, pe Wall Street, se obişnuieşte să se evalueze acţiunile împărţind preţul lor curent la ceva numit „profitul de anul viitor". Astfel se obţine ceea ce se numeşte uneori „raportul PP anticipat". Nu are însă niciun sens să calculezi raportul preţ-profit împărţind preţul curent, cunoscut, la profitul viitor, necunoscut. Agentul de investiţii David Dreman a demonstrat că, pe termen lung, 59% dintre previziunile „unanime" ale comunităţii financiare au fost umilitor de inexacte – fie subestimând, fie supraestimând profitul real raportat cu cel puţin 15%.[2] A vă investi banii ţinând seama de ceea ce prevăd aceşti profeţi miopi pentru anul următor este tot atât de riscant ca a vă oferi să ţineţi ţinta la un concurs de tir cu arcul pentru orbi. În schimb, noi vă recomandăm să calculaţi singuri raportul preţ-profit folosind formula lui Graham, adică împărţind preţul curent la profitul mediu din ultimii trei ani.[3]

Câte acţiuni din coşul Standard & Poor's 500 valorau la începutul lui 2003 de cel mult 15 ori profitul mediu din 2000-2002? Potrivit datelor furnizate de Morgan Stanley, 185 de companii treceau testul lui Graham.

Un raport moderat preţ-valoare contabilă. Graham recomandă un „raport preţ-active" (sau preţ-valoare contabilă) nu mai mare de 1,5. În ultimii ani, valoarea companiilor a fost dat din ce în ce mai mult de active intangibile precum francizele, denumirile comerciale, patentele şi mărcile înregistrate. Cum aceşti factori (împreună cu fondul de comerţ obţinut prin achiziţii) nu intră în definiţia standard a valorii contabile, majoritatea companiilor de astăzi au un raport preţ-valoare contabilă cu mult mai mare decât în zilele lui Graham. Potrivit datelor furnizate de Morgan Stanley, 123 de companii din coşul Standard & Poor's 500 (adică una din patru) au un raport preţ-valoare contabilă mai mic de 1,5. Cu totul, 273 de companii (55% din întregul coş) au rapoarte preţ-valoare contabilă mai mici de 2,5.

Ce se poate spune despre sugestia lui Graham de a înmulţi raportul PP cu raportul preţ-valoare contabilă şi de a vedea dacă rezultatul este mai mic de 22,5? Pe baza datelor furnizate de Morgan Stanley, cel puţin 142 de acţiuni din coşul S & P 500 îndeplineau acest criteriu la începutul lui 2003, inclusiv Dana Corp., Electronic Data

---

[2] David Dreman, „Bubbles and the Role of Analysts' Forecasts", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, nr. 1 (2002), pp. 4-14.

[3] Puteţi calcula acest raport folosind datele din situaţiile anuale ale companiei sau obţinându-le de pe site-uri precum www.morningstar.com sau http://finance.yahoo.com.

Scanned with OKEN Scanner

Systems, Sun Microsystems şi Washington Mutual. Aşadar „multiplicatorul mixt" al lui Graham funcționează în continuare ca un filtru inițial în identificarea unor acțiuni cu un preț rezonabil.

FACEȚI CERCETĂRI

Indiferent cât de defensivi sunteți ca investitori – din punctul lui Graham de vedere, în sensul că vreți să reduceți la minimum efortul depus în vederea alegerii acțiunilor – nu vă puteți permite să nu faceți următoarele două lucruri:

Documentați-vă. Prin intermediul bazei de date EDGAR de la www.sec.gov, aveți acces instantaneu la rapoartele anuale şi trimestriale ale unei companii, precum şi la dările de seamă destinate acționarilor care dezvăluie remunerația managerilor, structura proprietății şi posibilele conflicte de interese. Citiți cel puțin situațiile din ultimii cinci ani.[4]

Studiați împrejurimile. Site-uri precum http://quicktake.morningstar.com, http://finance.yahoo.com şi www.quicken.com vă pot spune imediat ce procentaj din acțiunile unei companii se află în posesia instituțiilor. Dacă acesta este mai mare de 60%, înseamnă că acțiunile respective sunt destul de cunoscute şi, probabil, sunt „păstrate prea mult". (Când marile instituții vând, ele tind s-o facă simultan, cu rezultate dezastruoase pentru acțiunile în cauză. Închipuiți-vă o trupă întreagă de dansatori căzând deodată de pe scenă şi vă veți face o idee despre acest lucru.) Site-urile respective vă vor mai spune şi cine posedă cele mai multe acțiuni. Dacă este vorba despre firme de administrare a portofoliilor care investesc într-o manieră asemănătoare celei în care investiți dumneavoastră, este semn bun.

---

[4] Mai multe informații despre ceea ce trebuie să căutați în aceste documente se găsesc în comentariile la capitolele 11, 12 şi 19. Dacă nu sunteți dispuşi să depuneți minimul efort de a citi darea de seamă şi de a face analiza elementară a solidității financiare pe baza rapoartelor anuale din ultimii cinci ani, înseamnă că sunteți nişte investitori prea defensivi pentru a cumpăra acțiuni. Nu vă mai ocupați cu alegerea acțiunilor şi optați pentru un fond bazat pe un indice, care vi se potriveşte cel mai bine.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 15

Selecția acțiunilor pentru investitorul întreprinzător

În capitolul anterior ne-am ocupat cu selecția acțiunilor ordinare raportându-ne la diverse categorii de titluri eligibile, dintre care investitorul defensiv este liber să le aleagă pe cele preferate de el sau de consilierul său, cu condiția asigurării unei diversificări adecvate. În selecție, am pus accentul pe titlurile care trebuie excluse – recomandând să nu fie alese, pe de o parte, cele care se dovedesc a fi de slabă calitate, iar, pe de altă parte, titlurile de cea mai bună calitate, dacă prețul lor este atât de mare, încât implică asumarea unui risc speculativ considerabil. În acest capitol, adresat investitorului întreprinzător, vom analiza posibilitățile și mijloacele de realizare a unor selecții *particulare* cu o mare probabilitate de a se dovedi mai profitabile decât o alegere tipică.

Care sunt șansele de a face acest lucru cu succes? Am fi mai puțin sinceri, ca să folosim un eufemism, dacă nu am exprima încă de la început unele rezerve serioase în legătură cu aceasta. La prima vedere, reușita selecției pare a fi ceva de la sine înțeles. Pentru a obține rezultate medii – de pildă, echivalente performanțelor DJIA – nu este nevoie de niciun fel de cunoștințe. Este nevoie doar de un portofoliu identic sau asemănător cu respectivul coș format din cele treizeci de acțiuni binecunoscute. Bineînțeles că, după aceea, punând în practică o serie de cunoștințe – dobândite prin studiu, din proprie experiență și dintr-o capacitate înnăscută – ar trebui să se poată obține rezultate mai bune decât cele corespunzătoare DJIA.

Există însă dovezi considerabile, impresionante, conform cărora acest lucru este foarte greu de realizat, chiar dacă cei care încearcă să-l facă sunt specialiști de cea mai înaltă calificare. Dovada o constituie rezultatele numeroaselor societăți sau „fonduri" de investiții care funcționează de mulți ani. Majoritatea acestor fonduri sunt destul de mari ca să-și asigure serviciile celor mai buni analiști financiari sau de valori mobiliare, precum și ale altor specialiști care trebuie să facă parte dintr-un compartiment de cercetări. Raportate la uriașul lor capital, cheltuielile de exploatare făcute de acestea în anul curent

Scanned with OKEN Scanner

reprezintă în medie circa jumătate din 1% sau mai puțin. Luate în sine, aceste costuri nu sunt neglijabile; dar când sunt comparate cu cele 15 procente cât a fost, în medie, randamentul total anual al acțiunilor ordinare în deceniul 1951-1960 și chiar cu cele 6 procente cât a fost acesta în perioada 1961-1907, ele nu par mari. Dacă s-ar fi ales mai bine plasamentele, acest handicap al cheltuielilor ar fi trebuit să fie ușor de depășit și să se obțină un rezultat net superior pentru acționarii fondurilor.

Luate în ansamblu însă, pe termen lung, fondurile care investesc numai în acțiuni ordinare n-au reușit să obțină un randament la fel de bun precum coșul Standard & Poor's 500 sau ca piața în ansamblu. Această concluzie a fost confirmată de câteva studii complexe. Citățm dintr-unul apărut chiar înaintea studiului nostru, referitor la perioada 1960-1968:*

> Aceste rezultate par a arăta că portofoliile create aleatoriu, în proporții egale, din acțiuni cotate la Bursa de Valori New York au dat în general rezultate mai bune în perioada analizată decât fondurile mutuale din aceeași clasă de risc. Diferențele au fost destul de importante pentru portofoliile cu risc mic și mediu (3,7% și 2,5% pe an), dar foarte mici pentru portofoliile cu risc mare (0,2% pe an).[1]

După cum am subliniat în capitolul 9, aceste cifre comparative nu invalidează nicidecum utilitatea fondurilor de investiții ca instituții financiare. Căci ele oferă tuturor investitorilor posibilitatea de a obține rezultate acceptabile din plasamentele în acțiuni ordinare. Din diverse motive, majoritatea investitorilor care-și bagă banii în acțiuni ordinare alese după bunul lor plac nu reușesc să obțină rezultate la fel de bune.

---

* Studiul lui Friend, Blume și Crockett se referea la perioada cuprinsă între ianuarie 1960 și iunie 1968, și compara rezultatele obținute de peste 100 de fonduri mutuale importante cu randamentele portofoliilor create la întâmplare dintr-un total de peste 500 de acțiuni aparținând celor mai mari firme cotate la NYSE. Fondurile din studiul lui Friend, Blume și Crockett s-au descurcat mai bine între 1965 și 1968 decât în prima jumătate a perioadei analizate, lucru constatat în mare măsură și de Graham în studiul său (a se vedea mai sus, pp. 166 și 241-245). Această situație n-a durat însă. Iar ideea de bază a acestor studii – aceea că, în general, fondurile mutuale obțin rezultate inferioare pieței într-o măsură aproximativ egală cu ponderea cheltuielilor de exploatare și a costurilor de tranzacționare ale acestora – a fost reconfirmată de atâtea ori, încât oricine le pune la îndoială ar trebui să fondeze o filială de investiții financiare a Societății „Pământul Este Plat".

Scanned with OKEN Scanner

Pentru observatorul obiectiv însă, neputința fondurilor de a obține rezultate peste medie este un indiciu destul de concludent al faptului că un asemenea lucru, în loc să fie ușor de înfăptuit, este de fapt extrem de greu de realizat.

Cum este posibil așa ceva? Ne vin în minte două explicații diferite, fiecare putând fi aplicată parțial. Prima este aceea că piața bursieră reflectă de fapt în prețurile curente nu doar toți factorii determinanți ai rezultatelor din trecut și din prezent ale companiilor, ci și așteptările legate de viitorul lor. Dacă așa stau lucrurile, atunci diversele oscilații ale pieței care se produc ulterior – și care, de multe ori, sunt extrem de puternice – sunt în mod obligatoriu rezultatul evoluțiilor și evenimentelor care n-au putut fi prevăzute cu exactitate. În consecință, oscilațiile prețurilor ar fi în principiu un fenomen accidental, întâmplător. În măsura în care ceea ce s-a spus anterior este adevărat, munca analistului de valori mobiliare – oricât de inteligent și de meticulos ar fi – este în general ineficientă, pentru că, în principiu, el încearcă să prevadă imprevizibilul.

Chiar creșterea numărului analiștilor de valori mobiliare se poate să fi jucat un rol important în producerea acestui fenomen. În condițiile în care sute, chiar mii de experți studiază factorii care determină valoarea acțiunilor ordinare ale unei firme importante, ar fi firesc să ne așteptăm ca prețul curent al acestora să reflecte destul de bine consensul celor în cunoștință de cauză cu privire la valoarea lor. Cei care le-ar prefera altor titluri ar face acest lucru din motive personale sau din optimism, care s-ar putea să fie sau să nu fie justificat.

Am făcut de multe ori o analogie între armata de analiști de valori mobiliare de pe Wall Street și marii jucători care participă la un turneu de bridge duplicat. Primii încearcă să aleagă acțiunile „cu cele mai mari șanse de a da randamentul scontat", iar ultimii, să obțină scorul cel mai mare la fiecare mână jucată. Doar câțiva își pot îndeplini obiectivul propus. În măsura în care toți jucătorii de bridge au cam aceleași cunoștințe, câștigătorii sunt stabiliți aproape sigur de diversele „șanse" care apar, nu de cunoștințele lor superioare. Pe Wall Street, procesul de nivelare este ajutat de solidaritatea care există în profesia respectivă și datorită căreia ideile și descoperirile sunt împărtășite liber la numeroasele întâlniri de diverse feluri. Este aproape ca și cum, la turneul de bridge, diverșii experți s-ar uita unii peste umerii celorlalți și ar discuta despre fiecare mână jucată.

Scanned with OKEN Scanner

Cea de-a doua posibilitate este de o cu totul altă natură. Poate că mulți analiști de valori mobiliare sunt dezavantajați de modul deficitar în care abordează problema selecției acțiunilor. Ei încearcă să identifice sectoarele cu cele mai mari perspective de dezvoltare și companiile din aceste sectoare care beneficiază de cel mai bun management și alte avantaje. Urmarea este aceea că ei vor cumpăra acțiuni în aceste sectoare și la aceste companii indiferent de preț, oricât de mare ar fi el, și vor evita sectoarele și companiile cu perspective mai puțin promițătoare, indiferent cât de mic ar fi prețul acțiunilor lor. Aceasta ar fi singura procedură corectă dacă s-ar ști sigur că profiturile companiilor performante vor crește la nesfârșit într-un ritm susținut, căci atunci, teoretic, valoarea lor va crește și ea la infinit. Iar dacă firmele cu perspective mai puțin promițătoare s-ar îndrepta spre dezastru, fără posibilitatea de a fi salvate, analiștii ar fi îndreptățiți să le considere neatractive, indiferent de preț.

Situația reală a întreprinderilor noastre cu capital de risc este cu totul alta. Extrem de puține companii au reușit să se dezvolte neîntrerupt într-un ritm susținut o perioadă îndelungată. De asemenea, surprinzător de puține companii mai mari dispar cu totul. Trecutul majorității lor este unul plin de vicisitudini, de suișuri și coborâșuri, de schimbări ale poziției lor relative. În cazul unora, ascensiunile și declinurile spectaculoase s-au repetat într-o manieră aproape ciclică – aceasta fiind expresia standard folosită în trecut pentru industria siderurgică – în cazul altora, schimbările spectaculoase s-au identificat cu deteriorarea sau îmbunătățirea managementului.*

Ce relevanță are analiza precedentă pentru investitorul întreprinzător care ar vrea să aleagă anumite acțiuni care să dea rezultate superioare? Aceasta lasă să se înțeleagă înainte de toate faptul că el își asumă o misiune dificilă și, poate, imposibilă. Cititorii acestei cărți, oricât de inteligenți și de informați ar fi, cu greu ar putea să facă o

---

* Așa cum arătăm în comentariul la capitolul 9, sunt și alte motive pentru care fondurile mutuale n-au reușit să depășească indicii de piață, cum ar fi randamentele mici ale disponibilităților fondurilor și costurile mari de cercetare și tranzacționare. De asemenea, un fond care deține acțiuni la 120 de companii (un număr obișnuit) se poate apropia de randamentul coșului S & P 500 dacă *oricare* dintre celelalte 380 de companii din acesta se dovedește a fi o mare performeră. Cu cât un fond deține mai puține acțiuni, cu atât sunt șanse mai mari ca el să rateze „următoarea Microsoft".

Scanned with OKEN Scanner

selecție mai bună a acțiunilor din portofoliu decât analiștii de marcă ai țării. Dar dacă este adevărat că un segment destul de important al pieței bursiere este de multe ori dat la o parte sau cu totul neglijat în selecția standard bazată pe analiză, atunci investitorul inteligent poate fi în măsură să profite de subevaluările rezultate.

Pentru aceasta însă, el trebuie să aplice metode specifice care nu sunt universal acceptate pe Wall Street, căci cele astfel acceptate nu par a produce rezultatele pe care toată lumea ar vrea să le obțină. Ar fi destul de ciudat ca – în condițiile în care pe piața bursieră lucrează atâția profesioniști inteligenți – să existe abordări deopotrivă viabile și relativ necunoscute. Cu toate acestea, chiar cariera și reputația noastră s-au bazat pe acest fapt puțin probabil.*

O prezentare sumară a metodelor Graham-Newman

Pentru a da substanță ultimei afirmații, merită să facem o prezentare succintă a tipurilor de operațiuni în care ne-am implicat în cei treizeci de ani de existență a Corporației Graham-Newman, câți s-au scurs din 1926 până în 1956.† Ele au fost împărțite în evidențele noastre astfel:

Arbitraje: Cumpărarea unui titlu de valoare și vânzarea simultană a cel puțin unui alt titlu de valoare în care acesta urma să fie preschimbat conform unui plan de reorganizare, fuziune etc.

---

* În această secțiune, la fel ca la pp. 380-382, Graham se referă pe scurt la „ipoteza piețelor eficiente". Ultimele manifestări arată, dimpotrivă, că problema pieței bursiere nu constă în aceea că foarte mulți analiști financiari sunt idioți, ci că foarte mulți sunt deosebit de isteți. Pe măsură ce tot mai multe persoane inteligente caută pe piață ocazii, simplul fapt al căutării face ca ocaziile să fie din ce în ce mai rare – și, paradoxal, îi face pe analiști să pară lipsiți de inteligența necesară efectuării unei asemenea căutări. Valoarea pe care piața o dă unei anumite acțiuni este rezultatul folosirii pe scară largă, continuu, în timp real a inteligenței colective. În cea mai mare parte a timpului, pentru majoritatea acțiunilor, această inteligență colectivă realizează o evaluare aproximativ corectă. Numai rareori „Domnul Piață" pe care-l invocă Graham (a se vedea capitolul 8) face ca prețurile s-o ia razna.

† Graham a înființat Graham-Newman Corp. în ianuarie 1936, pe care a dizolvat-o în 1956, când s-a retras din activitatea de administrare a portofoliilor; compania respectivă a fost succesoarea unei societăți denumite „Benjamin Graham Joint Account", pe care a condus-o din ianuarie 1926 până în decembrie 1935.

Scanned with OKEN Scanner

Lichidări: Cumpărarea unor acțiuni pentru care urma să se efectueze una sau mai multe plăți în numerar ca urmare a lichidării activelor companiei emitente.

Operațiunile din aceste două categorii au fost selectate pe baza a două criterii: a) un randament anual de cel puțin 20%; b) aprecierea noastră conform căreia șansa unui rezultat favorabil era de cel puțin 80%.

Acoperiri conexe la termen: Cumpărarea unor obligațiuni convertibile sau acțiuni privilegiate convertibile și vânzarea simultană a acțiunilor ordinare în care acestea se puteau schimba. Poziția era stabilită aproape de paritate – adică în așa fel încât pierderea maximă să fie cât mai mică dacă titlurile preferențiale trebuia realmente să fie convertite, iar operațiunea se închidea în acest fel. Rezulta însă un profit dacă acțiunile ordinare scădeau cu mult mai mult decât titlurile preferențiale, iar poziția se închidea pe piață.

Operațiuni cu titluri la un preț sub valoarea activelor curente nete (sau de „ocazie"): Ideea era să se cumpere cât mai multe titluri la un preț unitar mai mic decât valoarea lor contabilă dată numai de activele curente nete – adică fără a se da vreo valoare activelor fixe și altor categorii de active. De regulă, cumpăram dacă prețul reprezenta cel mult două treimi din valoarea activelor determinată astfel. În majoritatea anilor, portofoliul realizat astfel era foarte diversificat, cuprinzând cel puțin 100 de acțiuni diferite.

Ar trebui să adăugăm că, din când în când, făceam achiziții de mare anvergură ale unor pachete de control, dar acestea nu sunt relevante pentru discuția de față.

Am urmărit îndeaproape rezultatele fiecărei categorii de operațiuni. În urma analizei, am renunțat la două categorii mai ample, care n-au dat rezultate satisfăcătoare. Din prima făceau parte operațiunile de cumpărare a unor titluri aparent atrăgătoare – conform analizei noastre generale – care nu aveau un preț mai mic decât valoarea fondului de rulment. Din cea de-a doua făceau parte operațiunile de acoperire „neconexe" la termen, în care titlurile achiziționate nu se puteau preschimba în acțiunile ordinare vândute. (Aceste operațiuni corespund aproximativ celor pe care le efectuează în ultima vreme noul grup al „fondurilor mutuale protejate" din categoria societăților de investiții.*

---

* O operațiune de acoperire „neconexă" la termen presupune cumpărarea unei acțiuni sau obligațiuni emise de o companie și vânzarea fără acoperire

În ambele cazuri, un studiu realizat de noi asupra rezultatelor obținute într-o perioadă de minimum zece ani ne-a dus la concluzia că profiturile nu erau suficient de sigure – iar operațiunile dădeau prea multe „bătăi de cap" – ca să se justifice continuarea lor.

Prin urmare, din 1939, operațiunile noastre s-au limitat la situațiile de „autolichidare", acoperirile conexe la termen, afacerile la un preț inferior valorii fondului de rulment şi câteva operațiuni cu pachete de control. Fiecare dintre aceste categorii ne-a adus de atunci rezultate cu totul satisfăcătoare, cu mențiunea specială că acoperirile conexe la termen aduceau un profit frumos pe piețele în scădere, atunci când „titlurile subevaluate" nu dădeau rezultate atât de bune.

Ezităm să recomandăm metodele noastre unui număr mare de investitori inteligenți. Este evident faptul că tehnicile profesioniste pe care le-am aplicat nu sunt potrivite investitorului defensiv, care, prin definiție, este un amator. În ceea ce-i privește pe investitorii agresivi, poate numai foarte puțini dintre aceştia ar avea temperamentul necesar pentru a se limita la o parte relativ mică a întregii game de titluri de valoare disponibile. Practicienii cei mai activi ar prefera să se aventureze pe canale mai largi. Terenul lor de vânătoare ar fi întreg domeniul titlurilor de valoare despre care ei ar considera (a) că nu sunt în mod sigur supraevaluate conform unor criterii riguroase şi (b) că par în mod clar mai atrăgătoare – datorită perspectivelor, rezultatelor din trecut sau ambilor factori – decât acțiunile ordinare cu randament mediu. Într-o asemenea situație, ar fi bine ca ei să aplice criteriile de calitate şi de acceptabilitate a prețului propuse de noi pentru investitorul defensiv. Însă ar trebui să fie mai flexibili, acceptând ca un factor să aibă o valoare considerabilă pentru a compensa un mic neajuns al altui factor. De exemplu, ei ar putea să nu excludă o companie care a înregistrat pierderi într-un an ca 1970, dacă, datorită profitului mediu substanțial şi altor atribute importante, acțiunile ei par a fi ieftine. Investitorul întreprinzător se poate limita în alegerea sa la sectoarele şi companiile în privința cărora este optimist, însă îl

---

(mizând pe scăderea cursului) a unui titlu emis de o altă companie. O operațiune de acoperire „conexă" la termen presupune cumpărarea şi vânzarea unor acțiuni sau obligațiuni diferite, emise de aceeaşi companie. „Noul grup" al fondurilor mutuale protejate despre care vorbeşte Graham oferea, pe la 1968, o gamă largă de titluri, însă reglementările adoptate ulterior de Comisia de Valori Mobiliare şi Burse a SUA au limitat accesul publicului larg la aceste fonduri.

Scanned with OKEN Scanner

sfătuim cu tărie să nu plătească un preț mare (în raport cu profitul și cu valoarea activelor) pentru o acțiune în virtutea acestui entuziasm. Dacă ar respecta principiile noastre în acest domeniu, el ar cumpăra mai degrabă acțiuni la întreprinderi importante cu evoluție ciclică – cum ar fi, de pildă, cele din industria siderurgică – atunci când situația este nefavorabilă, iar prețul mic reflectă pe deplin pesimismul din acel moment.*

Companiile secundare

Următoarele în vederea examinării și posibilei selecții într-un portofoliu ar veni companiile secundare care produc o impresie bună, au obținut rezultate satisfăcătoare în trecut, dar par a nu fermeca publicul. Acestea sunt întreprinderi de tipul ELTRA și Emhart la prețurile de închidere din 1970. (A se vedea capitolul 13.) Există diverse posibilități de identificare a acestor companii. Am vrea să încercăm în continuare o nouă abordare și să facem o prezentare destul de amănunțită a modului în care aceasta se aplică în selecția acțiunilor. Obiectivul nostru este dublu. Mulți dintre cititorii noștri pot considera că metoda pe care o vom prezenta are o mare valoare practică sau aceasta poate duce cu gândul la testarea unor metode comparabile. În plus, ceea ce vom face noi îi poate ajuta să înțeleagă ceea ce se-ntâmplă în realitate cu acțiunile ordinare și le aduce în atenție una dintre cele mai interesante și mai prețioase lucrări de mici dimensiuni care există în prezent. Este vorba despre „Ghidul acțiunilor" publicat în fiecare lună de Standard & Poor's și pus la dispoziția marelui public în baza unui abonament anual. De asemenea, multe firme de brokeraj distribuie (la cerere) acest ghid clienților proprii.

Partea cea mai mare a ghidului cuprinde circa 230 de pagini de informații statistice condensate despre acțiunile a peste 4.500 de companii. Este vorba despre toate acțiunile cotate la diverse burse, în număr de 3.000, la care se adaugă circa 1.500 de acțiuni necotate. În acest compendiu apar majoritatea datelor care trebuie avute în vedere la o primă și chiar la o a doua analiză a unei companii. (Din punctul

---

* În 2003, un investitor inteligent care ar fi respectat raționamentul lui Graham ar fi căutat ocazii favorabile de a-și plasa banii în industria tehnologiei de vârf, în telecomunicații și în sectorul producției și distribuției curentului electric. Istoria a demonstrat că, de multe ori, cei care au pierdut ieri sunt cei care vor câștiga mâine.

Scanned with OKEN Scanner

nostru de vedere, cele mai importante date care lipsesc sunt cele referitoare la valoarea netă a activelor sau valoarea contabilă, pe acțiune, care se pot găsi în volumele mai mari editate de Standard & Poor's și în alte surse.)

Investitorul căruia îi place să jongleze cu cifrele referitoare la activitatea companiilor va considera „Ghidul acțiunilor" o mană cerească. La orice pagină va deschide, înaintea ochilor lui se va înfățișa panorama condensată a minunățiilor și nenorocirilor pieței bursiere, cu minimele și maximele prețurilor datând din 1936, acolo unde este cazul. El va găsi acțiuni care și-au multiplicat prețul de 2.000 de ori între nivelul cel mai mic și nivelul cel mai mare. (În cazul renumitei IBM, creșterea înregistrată în perioada respectivă a fost de „numai" 333 de ori.) Va găsi (nu atât de rar) o companie ale cărei acțiuni au urcat de la $^3/_8$ la 68, după care au coborât la 3.[2] În ceea ce privește plata dividendelor, va găsi o companie care face acest lucru din 1791 – Industrial National Bank din Rhode Island (care, de curând, a considerat că este cazul să-și schimbe vechiul nume).* Dacă va căuta în ghid datele de la sfârșitul anului 1969, va afla că Penn Central Co. (succesoarea companiei Pennsylvania Railroad) a plătit constant dividende din 1848; din păcate, a intrat în faliment câteva luni mai târziu. El va găsi o companie ale cărei acțiuni se vând la un preț de numai 2 ori mai mare ca ultimul profit raportat și alta ale cărei acțiuni se vând la un preț de 99 de ori mai mare ca profitul respectiv.[3] În majoritatea cazurilor, îi va fi greu să-și dea seama cu ce se ocupă firmele doar din denumirea lor; pentru fiecare companie denumită U.S. Steel („steel" = oțel) vor exista trei companii denumite, de pildă, ITI Corp. (produse de panificație) sau Santa Fe Industries (cunoscută în primul rând ca mare societate de căi ferate). El se poate delecta cu o extraordinară varietate de date cu privire la evoluția prețurilor, evoluția dividendelor și a profiturilor, situația financiară, structura capitalului și câte și mai câte. Precauție exagerată, companii care nu se disting prin nimic, cele mai bizare combinații de „activități principale", tot soiul de metode și instrumente specifice comunității financiare – toate se găsesc aici, așteptând ca cititorul să treacă peste ele sau să le studieze în mod serios.

---

* Corporația care a succedat Industrial National Bank din Rhode Island este FleetBoston Financial Corp. Una dintre precursoarele acesteia, Providence Bank, a fost fondată în 1791.

Scanned with OKEN Scanner

„Ghidurile" prezintă în coloane separate randamentele curente ale dividendelor şi raporturile preţ-profit, folosind ca bază de calcul cifrele din ultimele 12 luni, ori de câte ori a fost posibil. Acest ultim indicator ne determină să ne îndreptăm atenţia spre exerciţiul nostru de selecţie a acţiunilor ordinare.

O examinare a „Ghidului acţiunilor"

Să presupunem că încercăm să găsim un indiciu evident al faptului că o acţiune este ieftină. Primul lucru la care ne gândim este un preţ scăzut în raport cu profitul recent. Să întocmim o listă preliminară cu acţiuni care, la sfârşitul anului 1970, se vindeau la un preţ de cel mult nouă ori mai mare decât profitul net. Datele respective se găsesc pe ultima coloană a paginilor pare. Drept exemplu vom lua primele 20 de astfel de acţiuni cu multiplicator scăzut; lista începe cu a şasea acţiune care apare în ghid, Aberdeen Mfg. Co., care a încheiat anul la 10¼, adică de 9 ori profitul raportat de 1,25 $ pe acţiune în cele 12 luni anterioare lui septembrie 1970. Cea de-a douăzecea acţiune care îndeplineşte acest criteriu este American Maize Products, ea încheind anul la 9½ şi având tot un multiplicator de 9.

Se poate ca acţiunile alese să fi părut mediocre, în condiţiile în care 10 dintre ele se vindeau cu mai puţin de 10 $ bucata. (De fapt, acest lucru nu este important; investitorii defensivi ar fi preveniţi probabil – nu neapărat – în legătură cu acţiunile respective, dar, pe ansamblu, concluzia ar putea fi favorabilă pentru investitorii întreprinzători.)* Înainte de a face o analiză mai amănunţită, să calculăm nişte indicatori. Lista noastră cuprinde o zecime din primele 200 de acţiuni avute în vedere. Pornind de la această ipoteză, „Ghidul" ar trebui să cuprindă, să zicem, 450 de acţiuni cu un multiplicator mai mic de 10. Ar rezulta astfel un număr substanţial de candidate la formarea unui portofoliu.

---

* Pentru investitorul de azi, limita probabilă este de aproximativ 1 $ pe acţiune – nivel sub care multe acţiuni sunt „scoase de la cotare" sau declarate nepotrivite pentru tranzacţionare la cele mai importante burse. Simpla urmărire a preţului acţiunilor acestor companii poate necesita un efort considerabil, făcându-le nepotrivite pentru investitorii defensivi. Costul tranzacţionării acţiunilor cu preţuri mici poate fi foarte mare. În fine, companiile ale căror acţiuni au un preţ scăzut prezintă tendinţa supărătoare de a da faliment. Cu toate acestea, un portofoliu diversificat, format din zeci de asemenea acţiuni ale unor companii cu probleme financiare poate părea încă interesant pentru unii investitori întreprinzători de astăzi.

Scanned with OKEN Scanner

Să aplicăm aşadar la companiile din lista noastră câteva criterii suplimentare destul de asemănătoare celor recomandate investitorului defensiv, dar nu atât de stricte. Noi le sugerăm pe următoarele:

1. Situația financiară: *(a)* active curente reprezentând cel puțin 1½ din valoarea pasivelor curente; *(b)* datorii nu mai mari de 110% din valoarea activelor curente nete (pentru companiile industriale).
2. Stabilitatea profitului: nicio pierdere în ultimii cinci ani la care se face referire în „Ghidul acțiunilor".
3. Dividendele: existența unui dividend curent.
4. Creşterea profitului: profitul din ultimul an mai mare decât cel din 1966.
5. Prețul: mai mic de 120% din valoarea activelor tangibile nete.

Cifrele cu privire la profit prezentate în ghid erau în general cele de la 30 septembrie 1970, motiv pentru care ele nu cuprind eventualele rezultate slabe de la sfârşitul acelui an. Însă un investitor inteligent nu poate visa să aibă luna de pe cer – cel puțin nu poate să înceapă cu asta. De remarcat şi că noi nu stabilim o limită inferioară pentru dimensiunea întreprinderii. Companiile mici nu prezintă un risc deosebit dacă acțiunile lor sunt cumpărate cu atenție şi dacă acestea aparțin unui număr mai mare de firme.

După ce am aplicat cele cinci criterii suplimentare, lista noastră de 20 de candidați s-a redus la numai cinci. Ne vom continua cercetarea până când din primele 450 de acțiuni prezentate în ghid vom alcătui un mic „portofoliu" de 15 acțiuni care satisfac cele şase cerințe ale noastre. (Ele sunt enumerate în tabelul 15-1, împreună cu o serie de date relevante.) Acestea sunt prezentate, bineînțeles, doar în scop ilustrativ, nefiind neapărat alese de investitorul nostru curios.

Cert este că investitorul care ar fi folosit metoda noastră ar fi putut să aleagă dintr-un număr mult mai mare de firme. Dacă ea s-ar fi aplicat la toate cele 4.500 de companii din „Ghidul acțiunilor" şi dacă raportul pentru prima zecime s-ar fi păstrat pe tot parcursul cercetării, am fi obținut circa 150 de companii care îndeplinesc toate cele şase criterii de selecție. Investitorul întreprinzător ar fi putut apoi să dea curs raționamentului său – ori preferințelor şi prejudecăților proprii – făcând o a treia selecție şi alegând, să zicem, o cincime dintre firmele care apar în această listă amplă.

Scanned with OKEN Scanner

Datele din „Ghidul acțiunilor" se referă la „ratingurile aferente profiturilor și dividendelor", care au la bază stabilitatea și creșterea acestor factori în ultimii opt ani. (Astfel, atractivitatea *prețului* nu este luată în calcul aici.) În tabelul 15-1 am inclus ratingurile acordate de S & P. Zece dintre cele 15 acțiuni au ratingul B+ (medie), iar una (American Maize), ratingul „mare" A. Dacă investitorul nostru întreprinzător ar vrea să ia în calcul un al șaptelea criteriu în alegerea sa, oprindu-se numai la acțiunile clasate de Standard & Poor's ca având calitate medie sau superioară, tot ar avea la dispoziție circa 100 de acțiuni dintre care să aleagă. S-ar putea spune că un grup de acțiuni de calitate cel puțin medie, care îndeplinesc în același timp criteriile situației financiare și care se pot cumpăra la un preț mic în raport cu profitul curent și sub valoarea activelor, ar trebui să ofere frumoasa perspectivă a unor rezultate satisfăcătoare.

TABELUL 15-1. Exemplu de portofoliu format din acțiuni industriale cu multiplicator scăzut

(Primele cincisprezece titluri din „Ghidul acțiunilor" care, la 31 decembrie 1971, îndeplineau cele șase cerințe.)

	Preț dec. 1970	Profit pe acțiune în ultimele 12 luni ($)	Valoare contabilă ($)	Rating S & P	Preț febr. 1972
Aberdeen Mfg.	10¼	1,25	9,33	B	13¾
Alba-Waldensian	6⅜	0,68	9,06	B+	6⅜
Albert's Inc.	8½	1,00	8,48	f.r.[a]	14
Allied Mills	24½	2,68	24,38	B+	18¼
Am. Maize Prod.	9¼	1,03	10,68	A	16½
Am. Rubber & Plastics	13¾	1,58	15,06	B	15
Am. Smelt. & Ref.	27½	3,69	25,30	B+	23¼
Anaconda	21	4,19	54,28	B+	19
Anderson Clayton	37¾	4,52	65,74	B+	52½
Archer-Daniels-Mid.	32½	3,51	31,35	B+	32½
Bagdad Copper	22	2,69	18,54	f.r.[a]	32
D.H. Baldwin	28	3,21	28,60	B+	50
Big Bear Stores	18½	2,71	20,57	B+	39½
Binks Mfg.	15¼	1,83	14,41	B+	21½
Bluefield Supply	22¼	2,59	28,66	f.r.[a]	39½[b]

[a] f.r. = fără rating.
[b] Ajustat în funcție de scindarea acțiunilor.

Scanned with OKEN Scanner

Datele din „Ghidul acțiunilor" se referă la „ratingurile aferente profiturilor și dividendelor", care au la bază stabilitatea și creșterea acestor factori în ultimii opt ani. (Astfel, atractivitatea *prețului* nu este luată în calcul aici.) În tabelul 15-1 am inclus ratingurile acordate de S & P. Zece dintre cele 15 acțiuni au ratingul B+ (medie), iar una (American Maize), ratingul „mare" A. Dacă investitorul nostru întreprinzător ar vrea să ia în calcul un al șaptelea criteriu în alegerea sa, oprindu-se numai la acțiunile clasate de Standard & Poor's ca având calitate medie sau superioară, tot ar avea la dispoziție circa 100 de acțiuni dintre care să aleagă. S-ar putea spune că un grup de acțiuni de calitate cel puțin medie, care îndeplinesc în același timp criteriile situației financiare și care se pot cumpăra la un preț mic în raport cu profitul curent și sub valoarea activelor, ar trebui să ofere frumoasa perspectivă a unor rezultate satisfăcătoare.

TABELUL 15-1. Exemplu de portofoliu format din acțiuni industriale cu multiplicator scăzut

(Primele cincisprezece titluri din „Ghidul acțiunilor" care, la 31 decembrie 1971, îndeplineau cele șase cerințe.)

	Preț dec. 1970	Profit pe acțiune în ultimele 12 luni ($)	Valoare contabilă ($)	Rating S & P	Preț febr. 1972
Aberdeen Mfg.	10¼	1,25	9,33	B	13¾
Alba-Waldensian	6⅜	0,68	9,06	B+	6⅜
Albert's Inc.	8½	1,00	8,48	f.r.[a]	14
Allied Mills	24½	2,68	24,38	B+	18¼
Am. Maize Prod.	9¼	1,03	10,68	A	16½
Am. Rubber & Plastics	13¾	1,58	15,06	B	15
Am. Smelt. & Ref.	27½	3,69	25,30	B+	23¼
Anaconda	21	4,19	54,28	B+	19
Anderson Clayton	37¾	4,52	65,74	B+	52½
Archer-Daniels-Mid.	32½	3,51	31,35	B+	32½
Bagdad Copper	22	2,69	18,54	f.r.[a]	32
D.H. Baldwin	28	3,21	28,60	B+	50
Big Bear Stores	18½	2,71	20,57	B+	39½
Binks Mfg.	15¼	1,83	14,41	B+	21½
Bluefield Supply	22¼	2,59	28,66	f.r.[a]	39½[b]

[a] f.r. = fără rating.

[b] Ajustat în funcție de scindarea acțiunilor.

Scanned with OKEN Scanner

Un singur criteriu de alegere a acțiunilor ordinare

Un cititor curios ar putea întreba dacă alegerea unui portofoliu cu performanțe peste medie s-ar putea face mai ușor decât am arătat noi mai înainte. Ar putea fi folosit în mod avantajos un singur criteriu – cum ar fi un raport mic între preț și profit, un randament ridicat al dividendului sau o valoare mare a activelor? Cele două metode de acest gen care, după părerea noastră, au dat în mod constant rezultate de-a lungul timpului au fost (a) cumpărarea unor acțiuni cu multiplicator mic aparținând unor companii importante (precum cele din coșul DJIA) și (b) alegerea unui grup diversificat de acțiuni care se vând sub valoarea activelor curente nete (sau valoarea fondului de rulment). Am subliniat deja faptul că criteriul multiplicatorului scăzut aplicat DJIA la sfârșitul lui 1968 nu funcționează atunci când se iau în calcul rezultatele de la mijlocul anului 1971. Datele referitoare la achizițiile de acțiuni ordinare făcute la un preț sub valoarea fondului de rulment sunt însă satisfăcătoare; în cazul lor, neajunsul constă în faptul că asemenea ocazii n-au mai apărut în cea mai mare parte a ultimului deceniu.

Cum rămâne cu celelalte criterii de alegere? Atunci când am scris această carte, am făcut o serie de „experimente", fiecare bazat pe un singur criteriu, destul de evident. Datele folosite se puteau găsi cu ușurință în „Ghidul acțiunilor" publicat de Standard & Poor's. În toate cazurile, s-a pornit de la ipoteza formării unui portofoliu de 30 de acțiuni cumpărate la prețurile de închidere din 1968 și reevaluate ulterior pe 30 iunie 1971. Criteriile aplicate separat unor acțiuni alese altfel la întâmplare au fost următoarele: 1) un multiplicator scăzut al profitului recent (nelimitat la acțiunile din coșul DJIA); 2) un randament ridicat al dividendului; 3) plata dividendelor o perioadă îndelungată; 4) o întreprindere de dimensiuni foarte mari, ținând cont de numărul acțiunilor în circulație; 5) o situație financiară solidă; 6) un preț mic pe acțiune; 7) un preț mic în comparație cu prețul ridicat anterior; 8) un rating mare din punctul de vedere al calității, acordat de Standard & Poor's.

Se va remarca faptul că în „Ghidul acțiunilor" există cel puțin o coloană care are legătură cu fiecare dintre criteriile de mai înainte. Aceasta reflectă convingerea editorului că fiecare are importanța lui în analiza și alegerea acțiunilor ordinare. (După cum am arătat mai înainte, ar mai trebui să se adauge un indicator: valoarea netă a activelor pe acțiune.)

Scanned with OKEN Scanner

Lucrul cel mai important care reiese din diversele teste efectuate de noi are legătură cu rezultatele corespunzătoare acțiunilor cumpărate la întâmplare. Am determinat aceste rezultate pentru trei portofolii de 30 de acțiuni, fiecare alcătuit din acțiuni aflate pe primul rând al numărului din 31 decembrie 1968 al „Ghidului acțiunilor" și care se regăsesc de asemenea în numărul din 31 august 1971. Între aceste două date, indicele compozit S & P a rămas practic același, iar DJIA a pierdut circa 5%. Cele 90 de acțiuni alese de noi la întâmplare au scăzut însă în medie cu 22%, nemaisocotind faptul că 19 acțiuni au fost scoase din ghid și au înregistrat probabil pierderi mai mari. Aceste rezultate comparative reflectă fără îndoială faptul că, pe piețele în creștere, acțiunile firmelor mai mici, de calitate inferioară au o tendință relativă de supraevaluare, ele suferind nu doar scăderi mai mari comparativ cu acțiunile firmelor mai puternice în procesul ulterior de prăbușire a prețurilor, ci și o întârziere în procesul de redresare deplină – care, de multe ori, nu se mai termină. În concluzie, investitorul inteligent trebuie să evite acțiunile de calitatea a doua atunci când își formează portofoliul, dacă nu cumva – pentru investitorul întreprinzător – acestea sunt chilipiruri evidente.

Alte aspecte rezultate din studiile noastre pot fi rezumate după cum urmează:

Numai trei dintre categoriile de acțiuni studiate au dat rezultate superioare indicelui compozit S & P (și deci mai bune decât DJIA), și anume: (1) Acțiunile industriale cu rangul de calitate cel mai ridicat (A+). Acestea au crescut cu 9½% în perioada analizată, comparativ cu o scădere de 2,4% a acțiunilor industriale din coșul S & P și de 5,6% a DJIA. (Cele zece companii de utilități publice cotate A+ au scăzut însă cu 18%, în timp ce indicele prețurilor acțiunilor a 55 de companii de utilități publice calculat de S & P a scăzut cu 14%.) Merită să remarcăm că numai în acest studiu acțiunile au beneficiat de ratinguri foarte mari din partea S & P. În toate cazurile, un portofoliu format din acțiuni cu un rating superior a dat rezultate mai bune decât un portofoliu format din acțiuni cu un rating inferior. (2) Companiile cu peste 50 de milioane de acțiuni în circulație n-au înregistrat vreo schimbare pe ansamblu, comparativ cu o mică scădere a indicilor. (3) Fapt destul de straniu, acțiunile care se vindeau la un preț unitar ridicat (peste 100) au înregistrat pe ansamblu o ușoară creștere (1%).

Între atâtea experimente, am făcut unul bazat pe valoarea contabilă, un indicator care nu se găsește în „Ghidul acțiunilor". Am

Scanned with OKEN Scanner

constatat – contrar filozofiei pe care o aplicăm în domeniul investițiilor – că firmele de mari dimensiuni şi cu o pondere importantă a fondului de comerț în prețul de piață s-au descurcat foarte bine pe ansamblu în perioada analizată, de doi ani şi jumătate. (Prin „fond de comerț" înțelegem diferența dintre preț şi valoarea contabilă.)* Lista noastră de „posesoare ale unui fond de comerț uriaş" era alcătuită din 30 de acțiuni, fiecare având un fond de comerț de peste un miliard de dolari, reprezentând mai mult de jumătate din prețul de piață al acțiunii respective. Valoarea totală de piață a acestor acțiuni la sfârşitul anului 1968 era de peste 120 de miliarde $! În ciuda acestor evaluări optimiste ale pieței, prețul unitar al acțiunilor respective în ansamblu a crescut cu 15% din decembrie 1968 până în august 1971, dând cele mai bune rezultate dintre cele 20 şi ceva de „portofolii" studiate.

Un asemenea fapt nu trebuie ignorat într-o lucrare despre politicile de investiții. Este limpede că, în orice caz, acțiunile acelor companii care combină avantajele unei dimensiuni considerabile cu evoluția excelentă a profitului din trecut, cu perspectivele de creştere continuă a profitului în viitor şi cu performanțele solide înregistrate la bursă vreme de foarte mulți ani beneficiază de un *avânt* considerabil. Chiar dacă prețul poate părea prea mare după standardele noastre cantitative, avântul pe care-l cunosc aceste acțiuni pe piață se poate continua o perioadă mai lungă sau mai scurtă. (Firește că această ipoteză nu se aplică tuturor acțiunilor din categoria amintită. De exemplu, acțiunile IBM, un lider indiscutabil în ceea ce priveşte fondul de comerț, au scăzut de la 315 la 304 în cele 30 de luni analizate.) Este greu de apreciat cât din performanțele superioare înregistrate la bursă se datorează calităților „reale" sau obiective ale investițiilor făcute şi cât popularității îndelung consfințite. Fără îndoială că, în acest caz, ambii factori sunt importanți. Este evident că atât performanțele pe termen lung, cât şi cele recente înregistrate la bursă de companiile cu un fond de comerț considerabil le recomandă pentru un portofoliu diversificat de acțiuni ordinare. Noi continuăm totuşi să preferăm alte categorii de titluri care combină diverşi factori favorabili, cum ar fi o valoare a activelor de cel puțin două treimi din prețul pieței.

---

* Din punctul de vedere al lui Graham, un fond de comerț substanțial poate fi rezultatul a două procese: firma cumpără alte companii contra unor sume cu mult mai mari decât valoarea activelor acestora sau acțiunile ei se vând la un preț cu mult mai mare decât valoarea ei contabilă.

Scanned with OKEN Scanner

Experimentele făcute folosind alte criterii indică în general că „portofoliile" aleatorii bazate pe un singur factor favorabil au dat un randament mai bun decât cele bazate pe factorul opus – de pildă, acțiunile cu un multiplicator scăzut au înregistrat un declin mai mic în această perioadă comparativ cu acțiunile cu multiplicator mare, iar acțiunile firmelor care au plătit dividende o perioadă îndelungată au pierdut mai puțin din valoare comparativ cu cele ale firmelor care, la sfârșitul lui 1968, nu plăteau dividende. Din acest punct de vedere, rezultatele confirmă recomandarea noastră ca acțiunile alese să îndeplinească o serie de criterii cantitative sau palpabile.

În fine, trebuie să ne referim la rezultatele mult mai slabe pe care le-au dat „portofoliile" noastre în ansamblu comparativ cu indicele compozit S & P. Ultimul este ponderat cu dimensiunea fiecărei întreprinderi, pe când, în experimentele noastre, am luat o acțiune de la fiecare companie. Este evident că diferența dintre rezultatele obținute a fost determinată în mare măsură de importanța mai mare acordată întreprinderilor foarte mari de metoda S & P, ceea ce pune încă o dată în evidență stabilitatea superioară a prețului acțiunilor acestora în comparație cu prețul acțiunilor emise de companiile „care nu se evidențiază prin nimic".

Titlurile de ocazie sau acțiunile oferite la un preț sub valoarea activelor curente nete

Când am făcut experimentele despre care am vorbit mai înainte, n-am luat în calcul rezultatele obținute în urma cumpărării a 30 de acțiuni la un preț mai mic decât valoarea activelor curente nete. Motivul este acela că, la sfârșitul anului 1968, cel mult numai câteva acțiuni de acest gen se puteau găsi în „Ghidul acțiunilor". Situația s-a schimbat în urma declinului din 1970, la prețurile mici din acel an putându-se cumpăra multe acțiuni ordinare cu o valoare inferioară celei a fondului de rulment. A părut întotdeauna, și încă pare, un lucru extrem de simplu să spui că, dacă poți alcătui un portofoliu diversificat de acțiuni ordinare la un preț mai mic decât numai valoarea efectivă a activelor curente nete – după scăderea tuturor creanțelor anterioare și *anularea* activelor fixe și a celorlalte active – rezultatele ar trebui să fie foarte mulțumitoare. Din proprie experiență vă putem spune că așa au stat lucrurile vreme de peste 30 de ani – adică între

Scanned with OKEN Scanner

1923 şi 1957 – lăsând la o parte perioada de reale dificultăți din 1930-1932.

Este aplicabilă această metodă la începutul anului 1971? Cu oarece rezerve, răspunsul nostru la această întrebare ar fi unul afirmativ. Dacă am fi răsfoit „Ghidul acțiunilor", am fi găsit vreo 50 de acțiuni care păreau a fi oferite la un preț egal sau mai mic decât valoarea activelor curente nete. Aşa cum era de aşteptat, foarte multe dintre ele au dat rezultate slabe în dificilul an 1970. Dacă le-am elimina pe cele care au înregistrat pierderi în ultimele 12 luni, tot ne-ar rămâne destule acțiuni care să poată forma un „portofoliu" diversificat.

În tabelul 15-2 am prezentat câteva date despre cinci acțiuni care, în 1970, s-au vândut la un preț *minim* sub valoarea fondului de rulment.* Ele ne determină să reflectăm la natura fluctuațiilor pe care le cunosc prețurile acțiunilor. Cum se face că firme consacrate, ale căror nume sunt cunoscute peste tot în țară, au putut avea o valoare atât de mică – într-un moment în care acțiunile altor companii (bineînțeles, cu un ritm superior de creştere a profitului) aveau o valoare de piață mai mare cu câteva miliarde de dolari decât cea din bilanț? Referindu-ne din nou la „vremurile de odinioară", conceptul de fond de comerț văzut ca element cu valoare intangibilă a fost asociat de regulă cu „denumirea comercială". Nume precum Lady Pepperell în domeniul lenjeriei de pat, Jantzen în cel al costumelor de baie şi Parker în cel al stilourilor erau considerate de fapt active de mare valoare. Dar acum, când „piața nu agreează o companie", nu doar denumirile comerciale cunoscute, ci şi terenurile, clădirile, utilajele şi tot ceea ce vreți dumneavoastră nu au nicio importanță pentru aceasta. Pascal spunea că „inima are rațiunile ei, pe care rațiunea nu le înțelege".† În loc de „inimă" citiți „Wall Street".

---

* Din punct de vedere tehnic, valoarea fondului de rulment aferent unei acțiuni este egală cu valoarea activelor curente pe acțiune minus valoarea pasivelor curente pe acțiune, totul împărțit la numărul acțiunilor în circulație. Aici însă, Graham se referă la „valoarea *netă* a fondului de rulment" sau la valoarea pe acțiune a activelor curente din care se scade *totalul* pasivelor.

† „Le coeur a ses raisons que la raison ne connaît point." Acest pasaj poetic este unul dintre argumentele concludente formulate în cadrul marii dezbateri a teologilor francezi cu privire la ceea ce a ajuns să fie cunoscut sub numele de „pariul lui Pascal" (a se vedea comentariul la capitolul 20).

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 15-2. Acţiuni ale unor companii importante care, în 1970, se vindeau la un preţ egal sau mai mic decât valoarea activelor curente nete

Compania	*Preţul în 1970*	*Valoarea pe acţiune a activelor curente nete ($)*	*Valoarea contabilă pe acţiune ($)*	*Profit pe acţiune, 1970 ($)*	*Dividend curent ($)*	*Preţ maxim înainte de 1970*
Cone Mills	13	18	39,3	1,51	1,00	41½
Jantzen Inc.	11⅛	12	16,3	1,27	0,60	37
National Presto	21½	27	31,7	6,15	1,00	45
Parker Pen	9¼	9½	16,6	1,62	0,60	31¼
West Point Pepperell	16¼	20½	39,4	1,82	1,50	64

Ne vine în minte un alt contrast. Când condiţiile sunt favorabile, iar titlurile nou-emise se vând uşor, îşi fac apariţia ofertele de acţiuni de foarte slabă calitate. Acestea găsesc repede cumpărători; de multe ori, preţurile lor, raportate la valoarea activelor şi la profituri, ating imediat după punerea în circulaţie niveluri care ar umili companiile IBM, Xerox şi Polaroid. Comunitatea financiară acceptă cu seninătate această nebunie, nimeni nefăcând absolut nimic pentru a pune capăt situaţiei înainte de a se produce inevitabila prăbuşire a preţurilor. (SEC nu poate decât să ceară difuzarea tuturor informaţiilor, de care speculatorilor puţin le pasă, ori să anunţe efectuarea unor cercetări şi aplicarea unor sancţiuni moderate după ce legea a fost evident încălcată.) După ce multe dintre aceste întreprinderi minuscule, dar cu o valoare mult prea umflată nu mai sunt avute în vedere deloc sau aproape deloc, se consideră cu destulă înţelepciune că totul „face parte din joc". Toată lumea promite solemn să se ferească de asemenea extravaganţe impardonabile – până data viitoare.

Mulţumesc pentru lecţia ţinută, spune cititorul politicos. Dar cum rămâne cu „acţiunile de ocazie"? Se poate într-adevăr obţine un câştig din ele fără a se asuma un risc foarte mare? Bineînţeles, dacă găsiţi destule cu care să alcătuiţi un portofoliu diversificat şi dacă nu vă pierdeţi răbdarea în momentul în care nu cresc la scurt timp după ce le-aţi cumpărat. Uneori, s-ar putea să vi se pară că trebuie să aveţi foarte multă răbdare. În ediţia anterioară ne-am hazardat să dăm un

Scanned with OKEN Scanner

singur exemplu (la p. 188), de actualitate în momentul în care scriam noi. Este vorba despre Burton-Dixie Corp., ale cărei acțiuni se vindeau cu 20, în vreme ce valoarea activelor curente nete era de 30, iar valoarea contabilă, de circa 50. O investiție în acele acțiuni n-ar fi adus un profit imediat. În august 1967 însă, tuturor acționarilor li s-a oferit un preț de 53¾ pentru acțiunile lor, probabil aproximativ egal cu valoarea contabilă. Un acționar răbdător, care ar fi cumpărat acele titluri în martie 1964 la prețul de 20, ar fi obținut în 3 ani și jumătate un profit de 165% – echivalent cu un randament anual necompus de 47%. Din proprie experiență vă putem spune că majoritatea acțiunilor de ocazie n-au avut nevoie de o perioadă atât de mare pentru a aduce profit – dar nici n-au dat un profit atât de mare. Pentru o situație oarecum similară, de actualitate în momentul în care scriem aceste rânduri, a se vedea discuția noastră despre National Presto Industries de la p. 176.

Situațiile speciale sau „remedierile"

Să abordăm puțin acest subiect, care poate fi teoretic inclus în programul de lucru al unui investitor întreprinzător. Am vorbit despre el ceva mai înainte. Vom da câteva exemple de acest gen și vom face câteva remarci suplimentare despre ceea ce pare a-i oferi o asemenea situație unui investitor receptiv și vigilent.

La începutul anului 1971 existau, printre altele, trei astfel de situații, care pot fi rezumate după cum urmează:

SITUAȚIA 1. Achiziția firmei Kayser-Roth de compania Borden's. În ianuarie 1971, Borden Inc. a anunțat un plan de cumpărare a pachetului de control al companiei Kayser-Roth („diverse articole vestimentare"), oferind acțiuni proprii în schimbul acțiunilor Kayser-Roth în raportul de $1^1/_3$ la 1. În ziua următoare, în urma tranzacțiilor efectuate, acțiunile Borden au încheiat la 26, iar Kayser-Roth, la 28. Dacă un „operator" ar fi cumpărat 300 de acțiuni Kayser-Roth și ar fi vândut 400 de acțiuni Borden la prețurile respective și dacă afacerea s-ar fi realizat ulterior potrivit raportului anunțat, el ar fi obținut un profit de circa 24% din costul acțiunilor cumpărate, mai puțin comisioanele și alte cheltuieli. Presupunând că afacerea s-ar fi făcut după șase luni, profitul său final ar fi putut fi de circa 40% pe an.

SITUAȚIA 2. În noiembrie 1970, National Biscuit Co. s-a oferit să cumpere pachetul de control al companiei Aurora Plastics Co. la 11 $

Scanned with OKEN Scanner

acțiunea cu bani lichizi. Acțiunile firmei respective se vindeau cu circa 8½; au încheiat luna la 9 și au continuat să se vândă la acel preț până la sfârșitul anului. În acest caz, profitul brut preconizat inițial a fost de circa 25%, existând riscul ca el să nu se realizeze și ca plata să nu se facă la timp.

SITUAȚIA 3. Universal-Marion Co., care încetase să mai funcționeze, a cerut acționarilor proprii să aprobe dizolvarea companiei. Conform directorului financiar, acțiunile ordinare aveau o valoare contabilă unitară de circa 28½%, o mare parte a acesteia având acoperire în disponibilități. Acțiunile au încheiat anul 1970 la 21½, indicând, în cazul realizării valorii contabile în procesul de lichidare, un posibil profit brut de peste 30%.

Dacă s-ar ști sigur că tranzacții de acest gen, realizate în baza unui portofoliu diversificat pentru a diminua riscul, dau o rentabilitate anuală de, să zicem, cel puțin 20%, ele ar fi fără îndoială mai mult decât meritorii. Cum aceasta nu este o carte despre „situațiile speciale", nu vom intra în amănuntele acestei afaceri – căci chiar este vorba despre o afacere. Vom reliefa numai două aspecte contradictorii manifestate în ultimii ani. Pe de o parte, numărul tranzacțiilor de acest fel a crescut enorm față de, să zicem, acum zece ani. Aceasta este urmarea a ceea ce s-ar putea numi mania corporațiilor de a-și diversifica activitățile prin diverse tipuri de achiziții etc. În 1970, numărul „anunțurilor de fuziune" s-a ridicat la circa 5.000, de la 6.000 în 1969. În aceste tranzacții au fost implicate sume de multe miliarde de dolari. Poate că numai o parte dintre cele 5.000 de anunțuri ar fi putut să reprezinte, pentru cineva interesat de situațiile speciale, o ocazie evidentă de a cumpăra acțiuni, însă această parte era totuși destul de mare pentru a-l ține ocupat cu analiza, identificarea și alegerea acestora.

Pe de altă parte, fuziunile anunțate nu s-au înfăptuit într-o proporție din ce în ce mai mare. În aceste situații, bineînțeles, profitul preconizat nu se realizează, iar în locul lui sunt șanse să apară o pierdere mai mult sau mai puțin semnificativă. Cauzele eșecului sunt numeroase, printre ele numărându-se intervenția autorităților antitrust, opoziția acționarilor, schimbarea „condițiilor pieței", concluziile nefavorabile rezultate dintr-o analiză mai aprofundată, incapacitatea de a ajunge la un consens în privința amănuntelor și altele. Secretul în

Scanned with OKEN Scanner

acest caz constă, bineînţeles, în a avea discernământul necesar, dublat de experienţă, pentru a alege tranzacţiile cu cele mai mari şanse de succes şi, de asemenea, pe cele care au şanse să producă cele mai mici pierderi dacă nu reuşesc.*

Alte observaţii în legătură cu exemplele anterioare

KAYSER-ROTH. În momentul scrierii capitolului de faţă, directorii acestei companii respinseseră deja (în ianuarie 1971) propunerea companiei Borden. Dacă operaţiunea ar fi fost „anulată" imediat, pierderea totală, incluzând comisioanele, ar fi fost de circa 12% din costul acţiunilor Kayser-Roth.

AURORA PLASTICS. Din cauza rezultatelor slabe obţinute de această companie în 1970, condiţiile preluării au fost renegociate, iar preţul a fost redus la 10½. Acţiunile au fost achitate la sfârşitul lui mai. Randamentul anual realizat în acest caz a fost de circa 25%.

UNIVERSAL-MARION. Această companie a distribuit în prima fază cu promptitudine numerar şi acţiuni valorând aproximativ 7 $ bucata, costul unitar al investiţiei reducându-se la circa 14½. Preţul de piaţă a coborât însă ulterior la 13, aruncând o umbră de îndoială asupra rezultatului final al lichidării.

Presupunând că cele trei exemple sunt destul de reprezentative pentru posibilităţile de „remediere sau arbitraj" existente în 1971, este limpede faptul că, luate la întâmplare, acestea nu sunt interesante. Ele au devenit mai mult ca oricând domeniul profesioniştilor, care dispun de experienţa şi discernământul necesar.

Există însă un aspect interesant legat de cazul Kayser-Roth. La sfârşitul lui 1971, preţul a scăzut sub 20, în vreme ce acţiunile Borden se vindeau cu 25, ceea ce, conform raportului de schimb oferit, echivala cu valoarea de 33 în cazul acţiunilor Kayser-Roth. S-ar părea fie că directorii au făcut o mare greşeală refuzând acea propunere, fie că, în acel moment, piaţa subevalua semnificativ acţiunile Kayser-Roth. Iată o problemă pe care o poate rezolva un analist de valori mobiliare.

---

* După cum am arătat în comentariul la capitolul 7, arbitrajul bazat pe fuziuni este cu totul nepotrivit pentru majoritatea investitorilor individuali.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 15

„Este uşor să trăieşti în lume după opiniile lumii; este uşor să trăieşti în singurătate după opiniile tale; mare om este însă cel care, în mijlocul mulțimii, îşi păstrează cu dulceață desăvârşită independența singurătății."

Ralph Waldo Emerson

EXERSAȚI, EXERSAȚI, EXERSAȚI

Lui Max Heine, fondatorul Mutual Series Funds, îi plăcea să spună că „sunt multe drumuri spre Ierusalim". Ceea ce voia să spună acest expert în selecția acțiunilor era că propria lui metodă de alegere a acțiunilor bazată pe valoarea lor nu este singura care asigură succesul unui investitor. În acest capitol vom analiza câteva tehnici pe care unii dintre cei mai performanți agenți de investiții din zilele noastre le folosesc pentru a alege acțiunile în care investesc.

Mai întâi însă, merită să reamintim că, pentru majoritatea investitorilor, selecția acțiunilor individuale este un lucru inutil – dacă nu cumva nerecomandabil. Faptul că majoritatea profesioniştilor fac o treabă proastă din acest punct de vedere nu înseamnă că majoritatea amatorilor se pot descurca mai bine. Marea majoritate a celor care încearcă să-şi aleagă singuri acțiunile află că nu se pricep atât de bine pe cât ar fi crezut; cei mai norocoşi îşi dau seama de acest lucru foarte repede, pe când celor mai puțin norocoşi le trebuie câțiva ani ca să descopere asta. Puțini investitori reuşesc să aleagă bine acțiunile în care investesc. Toți ceilalți ar fi mai bine să ceară ajutor, ideal ar fi de la un fond bazat pe un indice.

Graham îi sfătuia pe investitori ca mai întâi să exerseze, aşa cum cei mai mari sportivi şi muzicieni exersează şi repetă înaintea unui mare eveniment. El sugera ca, la început, să se dedice un an întreg urmăririi şi alegerii acțiunilor (*fără* a se investi bani adevărați).[1] Pe vremea lui Graham, ați fi exersat folosind un registru de tranzacții ipotetice de vânzare-cumpărare; astăzi, puteți folosi „programe de

[1] Patricia Dreyfus, „Investment Analysis in Two Easy Lessons" (interviu cu Graham), *Money*, iulie 1976, p. 36.

Scanned with OKEN Scanner

urmărire interactivă" de pe site-uri ca www.morningstar.com, http://finance.yahoo.com, http://money.cnn.com/services/portfolio/ sau www.marketocracy.com (în cazul ultimului site, ignorați publicitatea exagerată pe care şi-o face acesta, potrivit căreia fondurile şi alte servicii ale sale ar „bate piața").

Testând tehnicile înainte de a le folosi în mod efectiv, cu bani adevărați, puteți face greşeli fără să aveți de pierdut, vă puteți forma obiceiul de a nu face tranzacții în mod frecvent, vă puteți compara metoda de lucru cu cele ale celor mai importanți agenți de investiții şi puteți afla ce vi se potriveşte. Lucrul cel mai bun este că, urmărind rezultatele pe care le dau toate acțiunile pe care le alegeți, nu veți putea să uitați că unele dintre suspiciunile dumneavoastră se dovedesc a fi nişte nerozii. Aceasta vă va obliga să învățați din succesele *şi* eşecurile proprii. După un an, apreciați-vă rezultatele văzând cum v-ați fi descurcat dacă ați fi investit toți banii într-un fond bazat pe indicele S & P 500. Dacă nu v-a plăcut experimentul sau dacă acțiunile alese au dat rezultate slabe, nicio pagubă – înseamnă că alegerea acțiunilor nu este de dumneavoastră. Apelați la un fond bazat pe un indice şi nu mai pierdeți timpul cu alegerea acțiunilor.

Dacă v-a plăcut experimentul şi ați obținut randamente suficient de mari, alcătuiți treptat un coş de acțiuni – limitați-l însă la cel mult 10% din tot portofoliul (restul banilor investiți-i într-un fond bazat pe un indice). Şi nu uitați, puteți să vă opriți oricând, dacă acest lucru nu vă mai interesează sau randamentele pe care le obțineți devin nesatisfăcătoare.

CĂUTAȚI UNDE TREBUIE

Deci cum ar trebui să procedați ca să găsiți nişte acțiuni care ar putea să vă aducă satisfacții? Puteți folosi site-uri ca http://finance.yahoo.com şi www.morningstar.com pentru a selecta acțiunile cu ajutorul filtrelor statistice sugerate în capitolul 14. Sau puteți adopta o abordare care presupune mai multă răbdare, mai multă măiestrie. Spre deosebire de majoritatea oamenilor, mulți dintre cei mai buni investitori profesionişti se interesează pentru prima oară de o companie atunci când prețul acțiunilor acesteia scade, nu când creşte. Christopher Browne de la Tweedy Browne Global Value Fund, William Nygren de la Oakmark Fund, Robert Rodriguez de la FPA Capital Fund şi Robert Torray de la Torray Fund recomandă studierea listei zilnice a minimelor din ultimele 52 de săptămâni care apare în *Wall Street Journal* sau tabelul similar din secțiunea „Săptămâna bursieră" a revistei *Barron's*. Veți găsi astfel acțiuni şi sectoare de activitate care nu sunt la

Scanned with OKEN Scanner

modă ori nu sunt agreate de investitori şi care oferă astfel posibilitatea obţinerii unor randamente ridicate în momentul schimbării percepţiei.

Lui Christopher Davis de la Davis Funds şi William Miller de la Legg Mason Value Trust le place să urmărească creşterea randamentului capitalului investit (RCI), acesta fiind un mod de a afla cu ce eficienţă reuşeşte o companie să genereze ceea ce Warren Buffett a numit „profit al proprietarului".[2] (Pentru mai multe amănunte, a se vedea caseta de la pp. 416-417.)

DE LA PP LA RCI

Venitul net sau profitul pe acţiune (PP) a fost denaturat în ultimii ani de factori precum cesiunile de opţiuni privind cumpărarea de acţiuni sau profitul şi datoriile contabile. Pentru a afla cât câştigă într-adevăr o companie din capitalul pe care-l investeşte în afacerile proprii, trebuie mers mai departe de PP, la RCI (randamentul capitalului investit). Christopher Davis de la Davis Funds îl calculează cu formula

RCI = profitul proprietarului + capitalul investit,

unde profitul proprietarului este egal cu

profitul din exploatare *plus*
deprecierea *plus*
amortizarea fondului de comerţ *minus*
impozitul federal pe venit (aferent cotei medii plătite de companie) *minus*
costul opţiunilor de cumpărare a acţiunilor *minus*
cheltuielile cu investiţiile de „întreţinere" (sau esenţiale) *minus*
venitul generat de randamentele neviabile ale fondurilor de pensii (în 2003, un randament mai mare de 6,5%)

şi unde capitalul investit este egal cu

total active *minus*
disponibilităţile (precum şi plasamentele pe termen scurt şi pasivele curente nepurtătoare de dobândă) *plus*
datoriile contabile anterioare care au diminuat capitalul investit.

[2] A se vedea comentariul la capitolul 11.

Scanned with OKEN Scanner

RCI are avantajul de a prezenta, după scăderea tuturor cheltuielilor justificate, profitul obținut de companie din activitățile sale de exploatare – şi cât de eficient a folosit banii acționarilor pentru a obține acel profit. Un RCI de cel puțin 10% este atrăgător; chiar şi 6-7% poate fi o valoare tentantă dacă firma are o bună reputație, un management cu obiective clare sau este temporar căzută în dizgrație.

Verificând „date comparabile", adică prețurile la care au fost cumpărate de-a lungul anilor firme similare, administratori precum Nygren de la Oakmark şi O. Mason Hawkins de la Longleaf Partners află mai exact cât valorează componentele unei companii. Pentru un investitor individual, aceasta este o treabă meticuloasă şi greu de realizat: începeți prin a citi nota de subsol intitulată „Segmente de activitate" din raportul anual al companiei, în care sunt trecute de regulă sectorul, venitul şi profitul fiecărei filiale. (Datele din nota de subsol „Discuția şi analiza managementului" pot fi şi ele de folos.) Apoi căutați într-o bază de date precum Factiva, ProQuest sau LexisNexis alte firme din aceleaşi sectoare de activitate care au fost achiziționate de curând. Folosind baza de date EDGAR de la adresa www.sec.gov pentru a găsi rapoartele acestora din anii trecuți, veți putea determina raportul dintre prețul de achiziție şi profitul companiilor cumpărate. Apoi, puteți folosi acel raport pentru a estima cât ar putea să plătească o companie care ar vrea să cumpere o divizie similară a companiei pe care o studiați.

Analizând separat fiecare divizie a companiei, veți putea afla dacă acestea valorează mai mult decât o arată prețul curent al acțiunilor. Lui Hawkins de la Longleaf îi place să găsească ceea ce el numeşte „dolari de 60 de cenți" sau companii ale căror acțiuni se vând la cel mult 60% din valoarea pe care el o atribuie afacerilor acesteia. Acest lucru oferă marja de siguranță asupra căreia insistă Graham.

CINE-I ŞEFUL?

În fine, majoritatea investitorilor profesionişti de marcă vor să vadă că o companie este condusă de oameni care, ca să folosim cuvintele lui William Nygren de la Oakmark, „gândesc ca nişte proprietari, nu doar ca nişte manageri". Două întrebări simple: sunt uşor de înțeles situațiile financiare ale companiei ori sunt pline de confuzii? Cheltuielile „nerepetate", „excepționale" sau „neobişnuite" sunt ca atare ori au prostul obicei de a reapărea?

Scanned with OKEN Scanner

Mason Hawkins de la Longleaf caută manageri de firme care sunt „buni parteneri" – ceea ce înseamnă că vorbesc deschis despre probleme, au planuri clare de alocare a fluxului curent şi viitor de numerar şi deţin o parte importantă din acţiunile companiei (de preferat în urma unor achiziţii în numerar, nu a cesiunii de opţiuni). Dar „dacă administraţiile vorbesc mai mult despre preţul acţiunilor decât despre afacere", avertizează Robert Torray de la Torray Fund, „nu suntem interesaţi". Christopher Davis de la Davis Funds preferă firmele care limitează emisiunea de opţiuni de cumpărare a acţiunilor la circa 3% din totalul acţiunilor în circulaţie.

La Vanguard Primecap Fund, Howard Schow urmăreşte „ceea ce au spus reprezentanţii companiei într-un an şi ce s-a întâmplat în anul următor. Nu vrem să vedem doar dacă administraţiile sunt cinstite cu acţionarii, ci şi dacă sunt cinstite faţă de ele însele". (Dacă şeful unei companii insistă că totul este „ca lumea" când aceasta are o evoluţie oscilantă, fiţi foarte atenţi!") În prezent, puteţi asculta teleconferinţele programate în mod regulat de o companie chiar dacă deţineţi numai câteva acţiuni; pentru a afla programul, daţi un telefon la departamentul de relaţii cu investitorii de la sediul companiei sau intraţi pe site-ul acesteia.

Robert Rodriguez de la FPA Capital Fund se uită pe contrapagina raportului anual al companiei, unde sunt trecuţi şefii diviziilor operative ale acesteia. Dacă, în primul an sau în primii doi ani de la instalarea unui noi manager general, s-au schimbat foarte multe nume din lista respectivă, este probabil semn bun; înseamnă că el scapă de uscături. Dar dacă schimbările continuă, rotaţia a degenerat probabil în agitaţie.

ATENŢIE MAI DEPARTE LA DRUM

Sunt şi alte drumuri care duc la Ierusalim în afara acestora. Unii dintre eminenţii administratori de portofoliu, cum ar fi David Dreman de la Dreman Value Management şi Martin Whitman de la Third Avenue Funds, se concentrează asupra companiilor cu un raport foarte mic între preţ, pe de o parte, şi active, profit sau flux de numerar, pe de altă parte. Alţii, cum ar fi Charles Royce de la Royce Funds şi Joel Tillinghast de la Fidelity Low-Priced Stock Fund, vânează companiile subevaluate de mici dimensiuni. Iar pentru o privire foarte fugară asupra modului în care alege companiile cel mai respectat investitor din zilele noastre, Warren Buffett, a se vedea caseta de la pp. 419-420.

Iată o metodă care vă poate fi de ajutor: vedeţi care dintre eminenţii agenţi de investiţii posedă aceleaşi acţiuni ca şi dumneavoastră. Dacă

Scanned with OKEN Scanner

apar constant unu-două nume, intrați pe site-urile respectivelor companii de administrare şi descărcați ultimele rapoarte ale acestora. Văzând ce alte acțiuni posedă aceşti investitori, puteți afla mai multe despre calitățile lor comune; citind comentariile pe care le fac agenții, este posibil să vă vină idei de îmbunătățire a modului dumneavoastră de lucru.[3]

Indiferent ce tehnici folosesc pentru a-şi alege acțiunile, profesioniştii de succes din domeniul investițiilor au două lucruri în comun: în primul rând, sunt disciplinați şi consecvenți, refuzând să-şi schimbe modul de lucru chiar şi atunci când acesta nu mai este la modă. În al doilea rând, se gândesc foarte mult la ce fac şi cum fac, fiind foarte puțin interesați de ce face piața.

CUM PROCEDEAZĂ WARREN

Cel mai strălucit elev al lui Graham, Warren Buffett, a ajuns cel mai performant investitor al lumii aplicând într-un mod original ideile lui Graham. Buffett şi partenerul său, Charles Munger, au combinat „marja de siguranță" şi detaşarea de piață a lui Graham cu accentul pus de ei pe creşterea viitoare. Iată o prezentare foarte succintă a modului de lucru al lui Buffett:

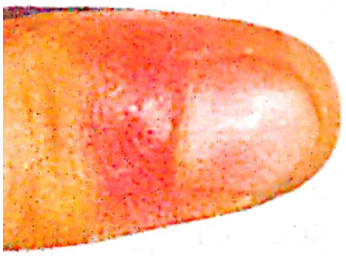
El caută ceea ce numeşte companii „de marcă", cu produse foarte cunoscute de consumatori, afaceri uşor de înțeles, o situație financiară solidă şi o poziție de cvasimonopol pe piețele lor, cum ar fi H & R Block, Gillette şi Washington Post Co. Lui Buffett îi place să cumpere repede o acțiune atunci când firma emitentă este lovită de un scandal, o pierdere însemnată sau alte veşti proaste ca de o furtună – ca atunci când a cumpărat acțiuni Coca-Cola la scurtă vreme de la dezastruoasa lansare pe piață a mărcii „New Coke" şi de la prăbuşirea pieței în 1987. El mai vrea să vadă manageri care stabilesc şi îndeplinesc obiective realiste, îşi clădesc afacerile din interior, nu prin achiziții, repartizează capitalul într-un mod înțelept şi nu-şi plătesc indemnizații de sute de milioane de dolari în opțiuni de cumpărare a acțiunilor. Buffett pune accent pe creşterea constantă şi durabilă a profitului, astfel încât compania va valora mai mult în viitor decât valorează în prezent.

---

[3] Există de asemenea multe buletine informative dedicate analizei portofoliilor investitorilor profesionişti, însă majoritatea lor reprezintă o risipă de timp şi de bani chiar şi pentru investitorul cel mai întreprinzător. O excepție remarcabilă pentru cei care au bani de cheltuit este *Outstanding Investor Digest* (www.oid.com).

Scanned with OKEN Scanner

În rapoartele sale anuale, arhivate la adresa de Internet www.berkshirehathaway.com, Buffett şi-a expus concepția ca într-o carte deschisă. Probabil că niciun alt investitor, nici chiar Graham, n-a dezvăluit mai multe lucruri despre modul său de lucru şi n-a scris eseuri atât de convingătoare. (Iată unul dintre aforismele clasice ale lui Buffett: „Când o administrație renumită pentru genialitatea ei se apucă să se ocupe de o firmă renumită pentru situația ei financiară proastă, renumele firmei este cel care rămâne neştirbit.") Fiecare investitor inteligent poate – şi trebuie – să învețe ceva din cuvintele acestui maestru.



Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 16

Titlurile convertibile şi warantele

În ultimii ani, obligaţiunile convertibile şi acţiunile privilegiate au dobândit o importanţă considerabilă în domeniul finanţării prioritare. În paralel, numărul warantelor – care sunt drepturi pe termen lung de cumpărare a unor acţiuni ordinare la preţuri specificate – a devenit din ce în ce mai mare. Peste jumătate dintre acţiunile privilegiate care apar în prezent în „Ghidul acţiunilor" publicat de Standard & Poor's au anexate drepturi de conversie, iar acest lucru a fost valabil şi pentru o mare parte a *obligaţiunilor* corporatiste emise în 1968-1970. Există cel puţin 60 de serii diferite de warante cu opţiune tranzacţionate la Bursa Americană de Valori. În 1970, pentru prima oară în existenţa ei, Bursa de Valori New York a cotat o emisiune de warante pe termen lung, care dădeau dreptul la cumpărarea a 31.400.000 de acţiuni American Tel. & Tel. la preţul de 52 $ bucata. În condiţiile în care procesiunea este condusă în prezent de „Mama Bell", la ea se vor adăuga în mod cert mulţi alţi născocitori de warante. (După cum vom arăta mai târziu, ele sunt o născocire din mai multe puncte de vedere.)*

În tabloul de ansamblu, titlurile convertibile sunt mult mai importante decât warantele, motiv pentru care le vom analiza pe ele mai întâi. Există două aspecte principale care trebuie luate în considerare din punctul de vedere al investitorului. În primul rând, ce posibilităţi şi riscuri implică investiţia în ele? În al doilea rând, cum influenţează existenţa lor valoarea emisiunilor conexe de acţiuni ordinare?

Se afirmă că titlurile convertibile sunt deosebit de avantajoase atât pentru investitor, cât şi pentru compania emitentă. Investitorul beneficiază de protecţia superioară pe care o oferă o obligaţiune sau o acţiune privilegiată, la care se adaugă posibilitatea de a beneficia de creşterea substanţială a valorii acţiunilor ordinare. Emitentul poate să contracteze fonduri la o dobândă moderată sau la un cost privilegiat al dividendului, iar dacă aşteptata prosperitate se materializează, el scapă

---

* Lui Graham nu-i plăceau deloc warantele, după cum o arată limpede la pp. 431-435.

Scanned with OKEN Scanner

de obligația preferențială de plată transformând-o în acțiuni ordinare. Astfel, ambelor părți ale afacerii le va fi foarte bine.

În mod evident, paragraful precedent exagerează întrucâtva lucrurile, căci nu poți, folosind doar un mijloc ingenios, să îmbunătățești semnificativ rezultatul unei afaceri pentru ambele părți. În schimbul dreptului de conversie, investitorul renunță de obicei într-o măsură importantă la calitate, la rentabilitate sau la amândouă.[1] Invers, dacă firma obține fonduri la un cost mai mic datorită posibilității de conversie, ea renunță în schimb la o parte dintre pretențiile posesorilor de acțiuni ordinare de a beneficia de creşterea valorii acestora în viitor. Pe această temă, pot fi formulate câteva argumente complexe atât pro, cât şi contra. Cea mai sigură concluzie care se poate trage este aceea că titlurile convertibile se aseamănă ca *formă* cu orice alt titlu de valoare, forma în sine nereprezentând o garanție nici a atractivității, nici a neatractivității lor. Acest lucru depinde de ansamblul datelor specifice fiecărui titlu în parte.*

Ştim totuşi cu certitudine că titlurile convertibile cotate în ultima parte a unei perioade de ascensiune a pieței dau rezultate nesatisfăcătoare pe ansamblu. (Din păcate, în trecut, majoritatea operațiunilor de finanțare prin emiterea de titluri convertibile se realizau în asemenea perioade dominate de optimism.) Urmările nefavorabile, ale prognozei în sine, sunt inevitabile, căci un declin de mare amploare al pieței bursiere face în mod invariabil ca drepturile de conversie să pară mult mai puțin atrăgătoare – şi pune adeseori sub semnul întrebării siguranța fundamentală a titlului în sine.† Ca material ilustrativ,

---

* Graham subliniază că, în ciuda lucrurilor favorabile pe care investitorii le aud despre ele, obligațiunile convertibile nu oferă în mod automat „avantaje din două puncte de vedere diferite". Randamentul superior şi riscul inferior *nu* sunt mereu mână în mână. Ceea ce dă cu o mână, comunitatea financiară ia de regulă cu cealaltă. O investiție poate oferi beneficii dintr-un punct de vedere sau dezavantaje dintr-un alt punct de vedere; rareori se întâmplă ca ea să ofere numai beneficii.

† Potrivit datelor furnizate de Goldman Sachs şi Ibbotson Associates, între 1998 şi 2002, titlurile convertibile au dat un randament mediu anual de 4,8%. Rezultatul respectiv a fost mult mai bun decât pierderea anuală de 0,6% înregistrată de acțiunile americane, dar mult mai slab decât randamentul obligațiunilor corporatiste pe termen mediu (un câştig anual de 7,5%) şi cel al obligațiunilor corporatiste pe termen lung (un câştig anual de 8,3%). La mijlocul anilor 1990, potrivit datelor furnizate de Merrill Lynch, au fost emise anual titluri convertibile în valoare de circa 15 miliarde $; până în 1999, valoarea titlurilor

Scanned with OKEN Scanner

vom folosi exemplul dat în prima ediţie a acestei cărţi cu privire la evoluţia preţului relativ al titlurilor convertibile şi al titlurilor privilegiate simple (neconvertibile) emise în 1946, ultimul an al perioadei de ascensiune a pieţei care a precedat extraordinara ascensiune începută în 1949.

TABELUL 16-1. Date cu privire la preţul acţiunilor privilegiate nou-emise în 1946

Variaţia dintre preţul de emisiune şi preţul minim înregistrat până în iulie 1947	Titluri „simple"	Titluri convertibile şi participative
	(număr de emisiuni)	
Nu a scăzut	7	0
A scăzut 0-10%	16	2
10-20%	11	6
20-40%	3	22
40% şi peste	0	12
	37	42
Scădere medie	Circa 9%	Circa 30%

Este greu de făcut o prezentare comparabilă pentru anii 1967-1970 din cauză că, în perioada respectivă, nu au existat practic emisiuni noi de titluri neconvertibile. Este însă uşor de demonstrat că scăderea medie a preţului acţiunilor privilegiate convertibile înregistrată între decembrie 1967 şi decembrie 1970 a fost mai mare decât cea a acţiunilor ordinare în ansamblu (care au pierdut numai 5%). De asemenea, în perioada decembrie 1968 – decembrie 1970, titlurile convertibile par a fi dat rezultate mai slabe faţă de acţiunile privilegiate simple mai vechi, după cum se observă din analiza eşantionului de 20 de titluri de fiecare fel din tabelul 16-2. Aceste comparaţii n-ar face decât să demonstreze că titlurile de valoare convertibile în ansamblu au o calitate mai slabă decât titlurile preferenţiale şi, de asemenea, sunt legate de acţiuni ordinare care dau rezultate mai slabe decât piaţa în general,

---

emise a crescut de peste două ori, la 39 de miliarde $. În 2000 au fost emise titluri convertibile în valoare de 58 de miliarde $, iar în 2001, în valoare de 105 miliarde $. Graham atrage atenţia asupra faptului că titlurile de valoare convertibile ies întotdeauna din obscuritate aproape de sfârşitul unei perioade de ascensiune a pieţei – în mare măsură datorită faptului că, în acel moment, chiar şi acţiunile firmelor de slabă factură oferă randamente destul de ridicate, astfel încât opţiunea conversiei pare atractivă.

Scanned with OKEN Scanner

cu excepția perioadelor de creștere speculativă. Aceste observații nu sunt valabile, bineînțeles, pentru toate titlurile convertibile. Mai ales în anii 1968 și 1969, destul de multe companii puternice au apelat la emisiunea de titluri convertibile pentru a combate efectele produse de dobânzile neobișnuit de mari chiar și asupra obligațiunilor de cea mai bună calitate. Este demn de remarcat însă că, din eșantionul nostru de 20 de acțiuni privilegiate convertibile, numai una a înregistrat o creștere, iar 14 au suferit scăderi drastice.*

TABELUL 16-2. Date cu privire la prețul acțiunilor privilegiate, acțiunilor ordinare și warantelor în decembrie 1970 față de decembrie 1968

(Pe baza unor eșantioane aleatorii formate din 20 de titluri fiecare.)

	Acțiuni privilegiate simple		Acțiuni privilegiate convertibile	Acțiuni ordinare cotate la bursă	Warante cotate la bursă
	Rating A sau mai bun	Rating inferior lui A			
Creșteri	2	0	1	2	1
Scăderi:					
0-10%	3	3	3	4	0
10-20%	14	10	2	1	0
20-40%	1	5	5	6	1
40% sau mai mult	0	0	9	7	18
Scăderi medii	10%	17%	29%	33%	65%

(Indicele compozit Standard & Poor's a 500 de acțiuni ordinare a scăzut cu 11,3%.)

* Recentele schimbări structurale de pe piața titlurilor convertibile au contrazis unele dintre aceste critici. Acțiunile privilegiate convertibile, care, pe vremea lui Graham, reprezentau circa jumătate din piața titlurilor convertibile, reprezintă în prezent numai o optime din aceasta. Scadențele sunt mai scurte, ceea ce face ca obligațiunile convertibile să fie mai puțin volatile, iar multe oferă în prezent „protecție de răscumpărare la cerere", adică asigurări împotriva răscumpărării înainte de termen. De asemenea, peste jumătate dintre toate titlurile convertibile sunt cumpărate astăzi ca o formă de investire, ceea ce, față de vremea lui Graham, reprezintă o semnificativă îmbunătățire a calității creditului. Astfel, în 2002, indicele Merrill Lynch al tuturor titlurilor convertibile emise în SUA a pierdut 8,6% – față de 22,1% cât a pierdut indicele S & P 500 și 31,3% cât a scăzut indicele compozit NASDAQ.

Scanned with OKEN Scanner

Din analiza acestor cifre nu se desprinde concluzia că titlurile convertibile sunt în sine mai puţin dezirabile decât titlurile de valoare neconvertibile sau „simple". În condiţiile în care celelalte lucruri se menţin neschimbate, este valabil exact contrariul. Observăm însă în mod clar că, în practică, celelalte lucruri *nu* se menţin neschimbate şi că, de multe ori – poate chiar în marea majoritate a situaţiilor – dreptul suplimentar de conversie trădează lipsa trăsăturilor autentice ale unei investiţii la titlul respectiv.

Este adevărat, bineînţeles, că titlurile privilegiate convertibile sunt mai sigure decât acţiunile ordinare ale aceleiaşi companii – cu alte cuvinte, presupun un risc mai mic de pierdere a capitalului investit. Prin urmare, din acest punct de vedere, cei care cumpără alte titluri convertibile, nu acţiuni ordinare corespondente acestora au un comportament logic. În majoritatea cazurilor însă, acţiunile ordinare, ca investiţie de început, la preţul pieţei, n-au reprezentat o achiziţie inteligentă, iar înlocuirea titlurilor privilegiate convertibile nu a îmbunătăţit îndeajuns situaţia. Mai mult, titlurile convertibile au fost cumpărate în mare măsură de investitori care nu erau interesaţi în mod deosebit de acţiunile ordinare sau nu aveau încredere în ele – altfel spus, care nu s-ar fi gândit niciodată să cumpere acţiuni ordinare în acel moment – dar care erau tentaţi de ceea ce a părut a fi combinaţia ideală dintre o cerere de despăgubire cu drepturi prioritare şi un drept de conversie la un preţ apropiat de cel al pieţei. Într-o serie de situaţii, această combinaţie a dat rezultate bune, însă datele statistice par să arate că este vorba mai degrabă despre o capcană.

În legătură cu posesia titlurilor convertibile există o problemă deosebită de care majoritatea investitorilor nu-şi dau seama. Chiar şi atunci când apare un profit, acesta dă naştere unei dileme. Posesorul ar trebui să le vândă atunci când se produce o mică creştere? Ar trebui să le păstreze şi să aştepte până când se produce o creştere mai mare? Dacă titlurile sunt răscumpărate la cerere – cum se întâmplă adeseori când acţiunile ordinare cresc semnificativ – ar trebui să vândă totul în acel moment sau să le convertească în acţiuni ordinare, pe care să le păstreze?*

---

* O obligaţiune este „răscumpărată la cerere" atunci când compania emitentă plăteşte în mod forţat contravaloarea ei înainte de scadenţa specificată sau de data ultimă a plăţii dobânzii. Pentru o scurtă prezentare a modului în care funcţionează obligaţiunile convertibile, a se vedea nota 1 din comentariul la acest capitol (p. 437).

Scanned with OKEN Scanner

Să discutăm în termeni concreți. Cumpărați o obligațiune cu dobânda de 6% la prețul de 100, convertibilă în acțiuni la prețul de 25 – adică pentru fiecare obligațiune de 1.000 $ primiți 40 de acțiuni. Acțiunile urcă la 30, ceea ce face ca obligațiunea să valoreze cel puțin 120 și deci să se vândă la 125. Puteți fie să vindeți, fie să nu vindeți. Dacă nu vindeți, în speranța că prețul va mai crește, vă aflați cam în aceeași situație în care se află posesorul unor acțiuni ordinare, căci dacă acțiunile scad, obligațiunea dumneavoastră va scădea și ea. O persoană prudentă va spune probabil că, peste 125, poziția sa a devenit una excesiv de speculativă și deci va vinde, realizând un profit satisfăcător de 25%.

Până acum este în regulă. Să mergem însă ceva mai departe. În multe cazuri în care posesorul vinde la 125, acțiunile ordinare continuă să crească, trăgând după ele titlurile convertibile, iar investitorul simte acea frustrare pe care o simt cei care au vândut prea repede. Data viitoare, el hotărăște să nu vândă până la 150 sau 200. Titlul crește la 140 și el nu vinde. Apoi piața se prăbușește, iar obligațiunea lui scade la 80. Iarăși a făcut ce nu trebuie.

Lăsând la o parte neliniștea profundă provocată de aceste prognoze inexacte – și care par a fi inevitabile – operațiunile cu titluri convertibile prezintă un inconvenient real de ordin matematic. Se poate presupune că o politică echilibrată și consecventă de vânzare pentru un profit de 25-30% va da cele mai bune rezultate în cazul multor „portofolii". Această valoare ar marca în acel moment limita superioară a profitului, ea urmând a fi atinsă numai de titlurile care au dat rezultate bune. Dar dacă – după cum se pare – aceste titluri nu oferă siguranța fundamentală necesară și tind să fie puse în circulație și să fie achiziționate în ultimele faze ale ascensiunii pieței, atunci multe dintre ele nu vor reuși să ajungă la 125, ci se vor prăbuși când piața o va lua în jos. Astfel, în practică, spectaculoasele posibilități oferite de titlurile convertibile se dovedesc a fi o iluzie, iar toată această experiență este marcată de tot atâtea pierderi semnificative – cel puțin cu caracter temporar – câte câștiguri de aceeași mărime se obțin.

Datorită ascensiunii prelungite a pieței în perioada 1950-1968, titlurile convertibile în ansamblu au dat rezultate bune vreme de circa 18 ani. Aceasta nu înseamnă însă decât că marea majoritate a acțiunilor ordinare au înregistrat creșteri semnificative, de care au putut beneficia majoritatea titlurilor convertibile. Viabilitatea investiției în

Scanned with OKEN Scanner

titlurile convertibile nu poate fi demonstrată decât de rezultatele pe care le dau acestea pe o piaţă bursieră în declin – iar acestea s-au dovedit a fi întotdeauna dezamăgitoare în general.*

În prima ediţie a acestei cărţi (1949) am ilustrat ce anume trebuie făcut cu un titlu convertibil atunci când acesta creşte. Credem că merită să dăm aici acelaşi exemplu. Asemenea altor câtorva exemple, şi acesta se bazează pe propria noastră experienţă. Făceam parte dintr-un „grup select", format în special din fonduri de investiţii, care participa la o ofertă privată de titluri de credit convertibile cu dobânda de 4½%, emise de Eversharp Co. la valoarea paritară, care se puteau schimba în acţiuni ordinare la preţul de 40 $ bucata. Acţiunile au crescut repede la 65½, iar apoi (după o scindare în raportul de trei la doi) la echivalentul a 88. Ultimul preţ a făcut ca titlurile de credit convertibile să valoreze nu mai puţin de 220. În această perioadă, cele două emisiuni au fost răscumpărate la cerere, aplicându-se un mic agio; prin urmare ele au fost practic toate convertite în acţiuni ordinare, care au rămas în posesia câtorva dintre fondurile de investiţii care au cumpărat la început titluri de credit. Preţul a început imediat să scadă drastic, iar în martie 1948, acţiunile se vindeau la un minim de $7^3/_8$. Acesta era echivalent cu o valoare a titlurilor de credit de numai 27 sau cu o pierdere de 75% din preţul iniţial, în locul unui profit de peste 100%.

Ideea principală a acestei poveşti este aceea că unii dintre investitorii originari şi-au convertit titlurile în acţiuni şi le-au păstrat pe tot parcursul declinului lor. Procedând astfel, ei au acţionat contrar unei vorbe vechi care circulă pe Wall Street: „Să nu converteşti niciodată o obligaţiune convertibilă." De ce? Pentru că, din momentul în care faci acest lucru, ai pierdut poziţia strategică de beneficiar privilegiat al dobânzii şi şansa de a obţine un profit ispititor. Te transformi probabil din investitor în speculator şi, de foarte multe ori, aceasta se întâmplă într-un moment nepotrivit (pentru că acţiunile au crescut deja foarte mult). Dacă „să nu converteşti niciodată o obligaţiune convertibilă" este o regulă bună, cum se face că aceşti experimentaţi administratori de fonduri şi-au schimbat pe acţiuni

* În ultimii ani, randamentul titlurilor convertibile a avut tendinţa de a fi superior indicelui bursier Standard & Poor's 500 în perioadele de declin al pieţei, dar, de regulă, el a fost inferior celui al altor obligaţiuni – ceea ce slăbeşte, dar nu anulează complet forţa argumentului critic formulat de Graham aici.

Scanned with OKEN Scanner

titlurile Eversharp, pentru a suferi apoi o pierdere stânjenitoare? Răspunsul este, fără îndoială, acela că s-au lăsat duşi de optimismul insuflat de perspectivele companiei, ca şi de „evoluţia favorabilă" a acţiunilor. Comunitatea financiară are puţine principii de prudenţă; necazul este că acestea sunt aproape întotdeauna uitate atunci când este cea mai mare nevoie să fie aplicate.* De aici, un alt dicton faimos al veteranilor din acest domeniu: „Fă cum spun, nu cum fac."

Atitudinea noastră generală faţă de titlurile convertibile nou-emise este astfel una neîncrezătoare. Prin aceasta, ca şi prin alte observaţii asemănătoare, înţelegem că investitorul trebuie să analizeze situaţia de cel puţin două ori înainte de a le cumpăra. După un asemenea examen pretenţios, el poate constata că există câteva oferte prea avantajoase pentru a le refuza. Combinaţia ideală ar fi formată, bineînţeles, dintr-un titlu convertibil cu garanţii solide, care să se poată schimba cu acţiuni ordinare ele însele atrăgătoare, la un preţ doar cu puţin mai mare decât cel al pieţei. Când şi când, apare o nouă ofertă care îndeplineşte aceste cerinţe. Prin natura pieţelor de titluri de valoare însă, aveţi mai multe şanse să vă întâlniţi cu o asemenea ocazie în cazul unei emisiuni mai vechi care a evoluat într-un mod favorabil decât în cazul unei oferte noi. (Dacă un titlu nou-emis este într-adevăr viabil, sunt şanse mici ca el să ofere un preţ de conversie acceptabil.)

Echilibrul delicat dintre ceea ce se dă şi ceea ce se păstrează în cazul unui titlu convertibil obişnuit este bine ilustrat de folosirea pe scară largă a acestui gen de titlu de valoare în finanţarea companiei American Telephone & Telegraph. Între 1913 şi 1957, compania a vândut cel puţin nouă serii distincte de obligaţiuni convertibile, majoritatea prin exercitarea drepturilor de subscriere ale acţionarilor. Obligaţiunile convertibile au oferit companiei marele avantaj al atragerii unei categorii mult mai largi de cumpărători decât s-ar fi putut atrage printr-o ofertă de acţiuni, pentru că obligaţiunile erau preferate de multe instituţii financiare care posedau resurse foarte mari, dar care, unele dintre ele, nu puteau să cumpere acţiuni. Randamentul dobânzii obligaţiunilor era în general mai mic decât jumătate din randamentul dividendului acţiunilor – el fiind calculat în aşa fel încât

---

* Această frază ar putea servi drept epitaf pieţei în creştere a anilor 1990. Dintre „puţinele principii de prudenţă" uitate de investitori amintim clişee precum „copacii nu cresc până la cer" şi „taurii fac bani, urşii fac bani, dar porcii sunt măcelăriţi".

Scanned with OKEN Scanner

să se satisfacă pretenţiile prioritare ale deţinătorilor de obligaţiuni. Cum compania a plătit un dividend de 9 $ vreme de 40 de ani (din 1919 până la scindarea acţiunilor în 1959), s-a ajuns la conversia a aproape tuturor titlurilor convertibile în acţiuni ordinare. Astfel, cumpărătorii acestor titluri convertibile au obţinut un câştig bun de-a lungul anilor – însă nu mai bun decât cel pe care l-ar fi obţinut dacă ar fi cumpărat întâi de toate acţiuni. Acest exemplu demonstrează soliditatea financiară a companiei American Telephone & Telegraph, nu şi atractivitatea intrinsecă a obligaţiunilor convertibile. Pentru a dovedi practic viabilitatea lor, ar trebui să existe câteva situaţii în care titlurile convertibile au dat rezultate bune chiar dacă acţiunile ordinare au dezamăgit. Asemenea situaţii sunt greu de găsit.*

Efectul titlurilor convertibile asupra statutului acţiunilor ordinare

În multe cazuri, titlurile convertibile au fost emise în momentul realizării unor fuziuni sau achiziţii noi. Exemplul cel mai notabil, poate, din acest punct de vedere a fost emiterea, de NVF Corp., a unor obligaţiuni convertibile (plus warante) cu dobânda de 5%, în valoare totală de aproape 100.000.000 $, în schimbul unei mari părţi a acţiunilor ordinare emise de Sharon Steel Co. Această afacere extraordinară este analizată mai jos, la pp. 449-453. De regulă, o asemenea tranzacţie duce la creşterea formală a profitului raportat pe acţiune; acţiunile cresc ca urmare a aşa-zisei creşteri a profitului, dar şi datorită faptului că administraţia a dat dovadă de determinare, spirit de iniţiativă şi capacitate de a spori câştigurile acţionarilor.† Există însă doi factori compensatorii, dintre care unul este aproape ignorat, iar celălalt este ignorat cu totul pe pieţele dominate de optimism. Primul îl reprezintă diluarea reală a profiturilor curente şi viitoare aduse de acţiunile ordinare care rezultă din exercitarea noilor drepturi de conversie. Această diluare poate fi exprimată în termeni cantitativi pornind de la ultimul profit sau de la o altă valoare şi calculând

---

* AT&T Corp. nu mai este un emitent semnificativ de obligaţiuni convertibile. În prezent, printre cei mai mari emitenţi de titluri convertibile se numără General Motors, Merrill Lynch, Tyco International şi Roche.

† Pentru o analiză mai amănunţită a rezultatelor financiare „pro forma", a se vedea comentariul la capitolul 12.

Scanned with OKEN Scanner

profitul ajustat pe acțiune în situația în care ar fi convertite efectiv toate acțiunile sau obligațiunile convertibile. În cazul majorității companiilor, reducerea corespunzătoare a profitului pe acțiune nu este semnificativă. Sunt însă numeroase excepții de la această situație, existând pericolul ca ele să se înmulțească într-un ritm neliniștitor. „Conglomeratele" în expansiune rapidă au fost principalele practicante ale prestidigitației cu titluri convertibile. În tabelul 16-3 prezentăm șapte companii cu un număr mare de acțiuni ce pot rezulta din preschimbarea titlurilor convertibile sau a warantelor.*

Trecerea de la acțiunile ordinare la cele privilegiate

Timp de decenii înainte de 1956, acțiunile ordinare au avut o rentabilitate mai mare decât cea a acțiunilor privilegiate emise de aceleași companii, cu atât mai mult cu cât acțiunile privilegiate

TABELUL 16-3. Companii cu număr mare de titluri convertibile și warante la sfârșitul anului 1969 (mii unități)

		Acțiuni ordinare care pot fi emise suplimentar			
	Acțiuni ordinare în circulație	Din conversia Obligațiunilor	Din conversia Acțiunilor privilegiate	Din exercitarea warantelor	Total acțiuni ordinare suplimentare
Avco Corp.	11.470	1.750	10.436	3.085	15.271
Gulf & Western Inc.	14.964	9.671	5.632	6.951	22.260
International Tel. & Tel.	67.393	190	48.115		48.305
Ling-Temco-Vought	4.410[a]	1.180	685	7.564	9.429
National General	4.910	4.530		12.170	16.700
Northwest Industries[b]	7.433		11.467	1.513	12.980
Rapid American	3,591	426	1.503	8.000	9.929

[a] Include „acțiuni speciale".
[b] La sfârșitul lui 1970.

* În ultimii ani, obligațiunile convertibile au fost emise cu predilecție de companii din sectorul financiar, din cel sanitar și din cel tehnologic.

Scanned with OKEN Scanner

beneficiau de un preţ de conversie apropiat de preţul pieţei. În prezent, lucrurile stau în general invers. Drept urmare, există un număr considerabil de acţiuni privilegiate convertibile care sunt în mod evident mai atrăgătoare decât acţiunile ordinare conexe lor. Posesorii de acţiuni ordinare n-au nimic de pierdut şi au multe de câştigat prin trecerea de la acţiunile secundare la titlurile privilegiate.

EXEMPLU: Un exemplu tipic este cel oferit de compania Studebaker-Worthington Corp. la sfârşitul lui 1970. Acţiunile ordinare se vindeau cu 57, în vreme ce acţiunile privilegiate convertibile de 5 $ au încheiat anul la 87½. Fiecare acţiune privilegiată se poate schimba cu 1½ acţiuni ordinare, care, la vremea respectivă, valorau 85½ bucata. Exista aşadar o mică diferenţă de preţ în defavoarea cumpărătorului de acţiuni privilegiate. Dividendele se plătesc însă deţinătorilor de acţiuni ordinare la o valoare anuală de 1,20 $ (sau 1,80 $ pentru o acţiune şi jumătate), faţă de 5 $ cât se plătesc pentru o acţiune privilegiată. Astfel, diferenţa nefavorabilă de preţ s-ar compensa probabil în mai puţin de un an, după care, o perioadă, probabil că acţiunile privilegiate ar aduce un dividend mult mai mare decât cel adus de acţiunile ordinare. Cea mai importantă ar fi însă, desigur, poziţia mult mai bună pe care posesorul de acţiuni ordinare ar dobândi-o în urma unei astfel de operaţiuni. La preţurile *mici* din 1968 şi, apoi, din 1970, acţiunile privilegiate s-au vândut cu 15 puncte peste nivelul corespunzător celor 1½ acţiuni ordinare. Dreptul de conversie reprezintă o garanţie a faptului că acţiunile respective nu s-ar putea vinde niciodată sub preţul acţiunilor ordinare.[2]

Warante cu opţiune de cumpărare a acţiunilor

Permiteţi-ne să spunem lucrurilor pe nume de la început. Noi considerăm că amploarea pe care a luat-o în ultima vreme utilizarea warantelor cu opţiune de cumpărare a acţiunilor reprezintă o fraudă, o ameninţare permanentă şi un potenţial dezastru. Ele au creat „valori" uriaşe din nimic. Existenţa lor nu se justifică decât în măsura în care îi induc în eroare pe speculatori şi investitori. Ele ar trebui să fie interzise prin lege sau cel puţin să fie strict limitate la o parte foarte mică din capitalizarea totală a unei companii.*

---

* Warantele au fost un instrument des folosit la finanţarea companiilor în secolul al XIX-lea şi erau destul de mult utilizate chiar şi pe vremea lui

Pentru o analogie în istoria omenirii şi în literatură, îl trimitem pe cititor la secvenţa din „Faust" (partea a II-a) în care Goethe descrie inventarea banilor de hârtie. Ca precedent sinistru din istoria comunităţii financiare americane, putem menţiona warantele emise de American & Foreign Power Co., care, în 1929, aveau o valoare cotată de piaţă de peste un miliard de dolari, deşi apăreau numai într-o notă de subsol a bilanţului companiei. În 1932, din acel miliard de dolari nu mai rămăseseră decât 8 milioane, iar în 1952 warantele au fost anulate complet în procesul de recapitalizare a companiei – chiar dacă aceasta a rămas solvabilă.

La început, warantele cu opţiuni erau ataşate numai ocazional emisiunilor de obligaţiuni, fiind de regulă echivalente cu un drept parţial de conversie. Valoarea lor era nesemnificativă, prin urmare nu aveau efecte nefavorabile. Ele au început să fie folosite pe scară mai largă la sfârşitul anilor 1920, când s-au produs multe alte abuzuri financiare, dar după aceea au dispărut din centrul atenţiei o perioadă îndelungată. Aceşti bani răi trebuiau să-şi facă din nou apariţia, iar din 1967 au devenit „instrumente de finanţare" des întrebuinţate. De fapt, a fost creat un procedeu standard de strângere a fondurilor necesare noilor companii imobiliare, afiliate unor mari bănci, constând în vânzarea unor pachete formate dintr-un număr egal de acţiuni ordinare şi warante şi cumpărarea unui număr suplimentar de acţiuni ordinare la acelaşi preţ. *Exemplu:* în 1971, CleveTrust Realty Investors a vândut 2.500.000 de asemenea pachete formate din acţiuni ordinare (sau „acţiuni de uzufruct") şi warante contra sumei de 20 $ pachetul.

Să ne oprim o clipă asupra conţinutului real al acestui aranjament financiar. În mod obişnuit, deţinătorii de acţiuni ordinare sunt primii îndreptăţiţi să cumpere alte acţiuni ordinare atunci când directorii companiei consideră că este de dorit să strângă fonduri în această manieră. Acest aşa-numit „drept de preemţiune" este unul dintre avantajele pe care le oferă posesia acţiunilor ordinare – împreună cu

---

Graham. De atunci însă, importanţa şi popularitatea lor s-au diminuat – unul dintre puţinele fenomene recente care i-ar fi produs o satisfacţie nemăsurată lui Graham. La sfârşitul anului 2002, mai existau numai şapte emisiuni de warante la Bursa de Valori New York – fantomatică rămăşiţă a unei pieţe. Deoarece warantele nu mai sunt folosite în mod obişnuit de marile companii, investitorii de azi ar trebui să citească restul capitolului doar pentru a vedea cum funcţionează logica lui Graham.

Scanned with OKEN Scanner

dreptul de a primi dividende, de a participa la extinderea companiei şi de a alege consiliul de administraţie. Când sunt emise warante care dau dreptul de a subscrie capital suplimentar, o parte dintre avantajele inerente pe care le oferă acţiunea ordinară se transferă unui certificat separat. Ceva asemănător s-ar putea face emiţând certificate separate care să dea dreptul de a primi dividende (pe o perioadă limitată sau nelimitată), dreptul de a beneficia de o parte din banii obţinuţi în urma vânzării sau lichidării întreprinderii sau dreptul de a participa la alegerea directorilor. De ce atunci aceste warante sunt considerate parte a structurii originare a capitalului? Pur şi simplu pentru că oamenii nu sunt experţi în probleme financiare. Ei nu-şi dau seama că acţiunile ordinare valorează mai puţin cu warante decât fără. Drept urmare, pe piaţă, pachetul format din acţiuni şi warante se vinde de obicei la un preţ mai mare decât acţiunile singure. De remarcat că, în rapoartele obişnuite ale unei companii, profitul pe acţiune este (sau a fost) calculat fără a lua în calcul, aşa cum se cuvine, efectul warantelor aflate în circulaţie. În consecinţă, se supraliciteză relaţia reală existentă între profit şi valoarea de piaţă a capitalizării companiei.*

Cel mai simplu şi, probabil, cel mai bun mod de a lua în calcul existenţa warantelor este să se adauge echivalentul valorii lor de piaţă la valoarea acţiunilor ordinare, mărindu-se astfel preţul „real" de piaţă al unei acţiuni. Dacă s-au emis warante cu o valoare totală mare în asociere cu titluri de valoare prioritare, se obişnuieşte să se facă această ajustare pornind de la ipoteza că suma obţinută în urma plăţii acţiunilor este folosită pentru a retrage din circulaţie obligaţiunile sau acţiunile privilegiate conexe. Această metodă nu ţine seama aşa cum ar trebui de obişnuitul „agio" al unui warant care se adaugă valorii de exercitare. În tabelul 16-4 comparăm rezultatele aplicării celor două metode de calcul în cazul companiei National General Corp. în anul 1970.

Compania însăşi trage vreun folos din emiterea acestor warante, în sensul că îi garantează în vreun fel obţinerea capitalului suplimentar

---

* În prezent, ultima urmă a operaţiunilor cu warante se găseşte în cloaca „avizierului" NASDAQ, piaţa extrabursieră pe care sunt tranzacţionate titlurile emise de firmele foarte mici, unde acţiunile ordinare sunt de multe ori combinate cu warante într-o „unitate" (echivalentul de azi a ceea ce Graham numeşte „pachet"). Dacă un agent de bursă se oferă vreodată să vă vândă „unităţi" ale unei companii, puteţi fi siguri în proporţie de 95% că este vorba despre warante şi în proporţie de 90% că agentul este fie hoţ, fie idiot. Adevăraţii brokeri şi adevăratele firme n-au ce căuta aici.

Scanned with OKEN Scanner

atunci când are nevoie de el? Nicidecum. În mod obişnuit, compania nu are nicio posibilitate de a le cere posesorilor de warante să-şi exercite drepturile, şi astfel să furnizeze companiei capital suplimentar, înainte de data expirării warantelor. Între timp, dacă firma vrea să mărească capitalul propriu, trebuie să le ofere acţionarilor alte acţiuni aşa cum se obişnuieşte – ceea ce înseamnă la un preţ ceva mai mic decât preţul pieţei. Warantele nu sunt de niciun folos în acest caz; ele nu fac decât să complice situaţia prin faptul că reclamă adeseori o revizuire în jos a preţului lor de subscriere. Încă o dată spunem că emisiunile mari de warante cu opţiuni de cumpărare a acţiunilor nu servesc la nimic, ci numai la fabricarea unor valori de piaţă imaginare.

Banii de hârtie cu care era obişnuit Goethe când a scris „Faust" erau cunoscuţii asignaţi francezi, care fuseseră consideraţi o invenţie extraordinară şi care avea să-şi piardă până la urmă întreaga valoare – aşa cum s-a întâmplat şi cu warantele de miliarde de dolari emise de American & Foreign Power.* Unele dintre remarcile poetului se pot aplica în egală măsură oricăreia dintre cele două invenţii – cum ar fi acestea (în traducerea lui Lucian Blaga – n. tr.):

FAUST: Imaginaţia cu zborul ei înalt
Nu istoveşte numărul comorilor.
MEFISTOFEL (inventatorul): De vrei metal, zarafu-i la-ndemână.
MĂSCĂRICIUL (la urmă): Vrăjite foi...!

* „Cunoscuţii asignaţi francezi" au fost emişi în timpul Revoluţiei de la 1789. La origine, au fost titluri de creanţă ale guvernului revoluţionar, pare-se garantate cu bunurile imobiliare confiscate de radicali de la Biserica Catolică şi de la nobilime. Însă revoluţionarii nu au fost nişte gestionari pricepuţi. În 1790, rata dobânzii la asignaţi s-a redus drastic; curând, ei n-au mai adus nicio dobândă şi au fost trecuţi în categoria banilor de hârtie. Însă guvernul a refuzat să-i răscumpere cu aur şi a emis un număr foarte mare de asignaţi noi. Aceştia au fost declaraţi oficial ca fiind lipsiţi de valoare în 1797.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 16-4. Calculul „preţului real al pieţei" şi al raportului ajustat preţ-profit în cazul unei emisiuni de acţiuni ordinare însoţite de un număr mare de warante

(Exemplu: National General Corp. în iunie 1971)

1. Calculul „preţului real al pieţei"			
Valoarea de piaţă a 3 emisiuni de warante la 30 iunie 1971			94.000.000 $
Valoarea warantelor pe acţiune			18,80 $
Preţul unei acţiuni ordinare fără warant			24,50
Preţul corectat al unei acţiuni ordinare cu warant			43,30
2. Calculul raportului PP ţinând seama de diluarea produsă de warante			
	Înainte	*După diluare*	
(profitul din 1970)	*de*	Calculul	Calculul
A. Înainte de cheltuielile speciale	*diluare*	companiei	nostru
Profit pe acţiune ($)	2,33	1,60	2,33
Preţul acţiunii ordinare	24,50	24,50	43,30 (ajust.)
Raportul PP	10,5	15,3	18,5
B. După cheltuielile speciale			
Profit pe acţiune ($)	0,90	1,33	0,90
Preţul acţiunii ordinare	24,50	24,50	43,30 (ajust.)
Raportul PP	27,2	18,4	48,1

De remarcat că, după scăderea cheltuielilor speciale, conform calculelor companiei, profitul pe acţiune creşte, iar raportul PP se micşorează. Este cât se poate de absurd. Potrivit metodei sugerate de noi, diluarea duce, aşa cum este şi normal, la creşterea substanţială a raportului PP.

Post-scriptum practic

Cea mai mare crimă a warantelor este aceea de „a se fi născut".* Odată apărute, ele funcţionează asemenea altor titluri de valoare, oferind posibilitatea de a câştiga, dar şi de a pierde. Aproape toate warantele mai noi au o valabilitate limitată – în general, între cinci şi zece ani. Warantele mai vechi erau de multe ori perpetue, iar evoluţia preţului lor de-a lungul anilor era adesea foarte interesantă.

* Graham, un pasionat cititor de literatură spaniolă, parafrazează o replică din piesa „Viaţa-i un vis" de Pedro Calderon de la Barca (1600-1681): „Cea mai mare crimă a omului este aceea de a se fi născut."

Scanned with OKEN Scanner

EXEMPLU: Studiind registrele, se va vedea că un warant Tri-Continental Corp., care datează din 1929, se vindea în plină criză cu numai 1/32 dintr-un dolar. De la acest nivel, preţul a urcat la un extraordinar 75¾ în 1969, o creştere astronomică de vreo 242.000%. (În acel moment, warantele se vindeau cu un preţ mult mai mare decât cel al acţiunilor; este ceea ce se întâmplă pe Wall Street în urma progreselor de ordin tehnic, precum scindările de acţiuni.) Un exemplu de actualitate este oferit de warantele Ling-Temco-Vought, care, în prima jumătate a anului 1971, au urcat de la 2½ la 12½ – iar după aceea au coborât din nou la 4.

Fără îndoială că, din când în când, se pot face operaţiuni inteligente cu warante, dar aceasta este o chestiune prea tehnică pentru a fi discutată aici. Am putea spune că warantele tind să se vândă la un preţ relativ mai mare decât componentele corespondente legate de dreptul de conversie pe care-l oferă obligaţiunile sau acţiunile privilegiate. Din acest punct de vedere, este justificat să se vândă obligaţiuni cu warante ataşate, nu să se creeze un factor echivalent de diluare prin emiterea unor titluri convertibile. Dacă valoarea totală a warantelor este relativ scăzută, nu are rost să se acorde o atenţie prea mare acestui aspect teoretic; dacă valoarea warantelor este mare în comparaţie cu cea a acţiunilor în circulaţie, probabil că firma are o capitalizare preferenţială dezechilibrată şi ar trebui să vândă mai multe acţiuni ordinare. Astfel, principalul obiectiv al criticilor pe care le aducem warantelor ca instrumente financiare nu este acela de a condamna folosirea lor în asociere cu emisiuni de obligaţiuni cu o valoare moderată, ci de a descuraja crearea deliberată a unor monstruozităţi ca aceşti „bani de hârtie".

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 16

„Tu ce semeni nu dă viață, dacă nu va fi murit."

I Corinteni, 15, 36

ZELUL CONVERTITELOR

Deşi obligațiunile convertibile sunt denumite „obligațiuni", ele se comportă asemenea acțiunilor, funcționează ca opțiunile şi sunt ascunse în obscuritate.

Dacă eşti posesorul unui titlu convertibil, eşti şi deținătorul unei opțiuni: poți fie să păstrezi obligațiunea şi să continui să încasezi dobânda aferentă, fie s-o schimbi pe acțiuni ordinare ale companiei emitente la un raport prestabilit. (Opțiunea dă posesorului dreptul de a cumpăra sau de a vinde un alt titlu de valoare la un anumit preț într-o anumită perioadă.) Pentru că se pot schimba pe acțiuni, titlurile convertibile aduc o dobândă mai mică decât majoritatea obligațiunilor comparabile. Pe de altă parte, dacă prețul acțiunilor unei companii creşte foarte mult, o obligațiune convertibilă în acțiuni va da rezultate mult mai bune decât o obligațiune obişnuită. (Invers, un titlu convertibil obişnuit – care aduce o dobândă mai mică – va da rezultate mult mai slabe pe o piață a obligațiunilor în scădere.)[1]

---

[1] Pentru a vedea pe scurt cum funcționează în practică obligațiunile convertibile, să luăm cazul titlurilor convertibile secundare cu dobândă de 4,75%, emise de DoubleClick Inc. în 1999. Ele aduc anual o dobândă de 47,50 $, fiecare putând fi transformată în 24,24 acțiuni ordinare ale companiei, deci „raportul de conversie" este de 24,24. La sfârşitul anului 2002, o acțiune DoubleClick avea prețul de 5,66 $, fiecare obligațiune având aşadar o „valoare de conversie" de 137,20 $ (5,66 $ × 24,24). Obligațiunile se vindeau însă la un preț de aproape şase ori mai mare, respectiv cu 881,30 $ – ceea ce producea o „primă de conversie", sau un excedent peste valoarea de conversie, de 542%. Dacă ați cumpăra la prețul respectiv, „durata de amortizare" sau „perioada de recuperare a investiției" ar fi foarte mare. (Ați plăti cam 750 $ în plus față de valoarea de conversie a obligațiunii, aşa încât va trebui să încasați o dobândă de 47,50 $ vreme de 16 ani pentru a vă „recupera" prima de conversie.) Cum fiecare obligațiune DoubleClick este convertibilă în ceva mai mult de 24 de acțiuni ordinare, va trebui ca acțiunile să crească de la 5,66 $ la

Între 1957 şi 2002, potrivit datelor furnizate de Ibbotson Associates, obligaţiunile convertibile au dat un randament mediu anual de 8,3% – cu doar două puncte procentuale mai mic decât randamentul total al acţiunilor, dar în condiţiile unor preţuri mai stabile şi ale unor pierderi mai mici.[2] Un venit mai mare şi un risc mai mic decât în cazul acţiunilor: nu este de mirare că agenţii de vânzări de pe Wall Street prezintă adeseori titlurile convertibile ca pe o investiţie care „aduce numai avantaje". Investitorul inteligent îşi va da însă repede seama că titlurile convertibile oferă un venit mai mic şi prezintă un risc mai mare comparativ cu majoritatea celorlalte *obligaţiuni.* Deci, pe baza aceluiaşi raţionament şi cu aceeaşi îndreptăţire, ele ar putea fi considerate o investiţie care „aduce numai dezavantaje". Unghiul dumneavoastră de vedere depinde de felul în care le folosiţi.

Titlurile convertibile se comportă într-adevăr mai mult ca acţiunile decât ca obligaţiunile. Randamentul titlurilor convertibile raportat la indicele bursier Standard & Poor's 500 este de circa 83%, dar de numai aproximativ 30% raportat la randamentul obligaţiunilor de tezaur. Astfel, când majoritatea obligaţiunilor o apucă într-o direcţie, „convertitele" o apucă în direcţia opusă. Pentru investitorii prudenţi care şi-au plasat tot capitalul sau cea mai mare parte a acestuia în obligaţiuni, adăugarea la portofoliu a unei game diversificate de convertite este o modalitate judicioasă de a încerca să obţină randamente asemănătoare celor pe care le dau acţiunile fără a trebui să facă pasul înspăimântător al cumpărării unor acţiuni. Obligaţiunile convertibile ar putea fi denumite „acţiuni pentru fricoşi".

Aşa cum arată expertul în titluri convertibile F. Barry Nelson de la Advent Capital Management, de pe vremea lui Graham şi până în prezent, această piaţă de circa 200 de miliarde $ a cunoscut o înflorire. Astăzi, majoritatea convertitelor sunt emise pe termen mediu, pentru o perioadă de 7-10 ani; cam jumătate sunt cumpărate în scopul investirii; în plus, multe emisiuni beneficiază în prezent de protecţie

---

peste 36 $ pentru ca opţiunea conversiei să fie viabilă înainte ca obligaţiunile să ajungă la scadenţă, în 2006. Un asemenea randament al acţiunilor nu este ceva imposibil, însă ar fi un miracol. Randamentul acestei obligaţiuni nu prea pare a fi adecvat, dată fiind probabilitatea redusă a conversiei.

[2] Asemenea multor rezultate citate în mod obişnuit pe Wall Street, şi acestea sunt ipotetice. Ele indică randamentul pe care l-aţi fi obţinut dintr-o investiţie într-un fond imaginar bazat pe un indice, care ar fi deţinut toate titlurile convertibile importante. Nu includ nici taxele de administrare, nici costurile de tranzacţionare (care sunt substanţiale în cazul titlurilor de valoare convertibile). În realitate, randamentele ar fi cu vreo două puncte procentuale mai mici.

Scanned with OKEN Scanner

împotriva răscumpărării la cerere (o asigurare împotriva răscumpărării înainte de scadență). Toți acești factori fac ca ele să fie mai puțin riscante ca în trecut.[3]

Costă mult să tranzacționezi loturi mici de obligațiuni convertibile, iar diversificarea este irealizabilă dacă nu poți să investești numai în ele peste 100.000 $. Din fericire, investitorul inteligent de azi are varianta convenabilă a cumpărării unor titluri de participare la un fond de obligațiuni convertibile cu costuri minime. Fidelity și Vanguard oferă posibilitatea de a investi în fonduri mutuale cu cheltuieli anuale mai mici de 1%, în vreme ce câteva fonduri închise oferă servicii la un cost rezonabil (și, uneori, la un preț mai mic decât valoarea activelor nete a componentelor lor).[4]

Pe Wall Street, originalitatea și complexitatea merg mână în mână – iar titlurile convertibile nu fac excepție. Dintre varietățile mai noi amintim amalgamul de titluri cu apelative acnonimice cum ar fi LYONS („lei"), ELKS („elani"), EYES („ochi"), PERCS (prin analogie cu „perks" – „gratificații"), MIPS („milioane de instrucțiuni pe secundă"), CHIPS („cartofi prăjiți") și YEELDS (prin analogie cu „yield" – „randament"). Aceste titluri complexe „limitează" pierderile potențiale, dar și profitul potențial, obligându-vă adeseori să le preschimbați la o dată fixă în acțiuni ordinare. Asemenea majorității investițiilor care pretind a vă proteja de pierderi (a se vedea caseta de la p. 440), și acestea produc în general mai multe neplăceri decât satisfacții. Cel mai bine vă puteți proteja de pierderi nu cumpărând unul dintre aceste instrumente neobișnuite, ci diversificându-vă în mod inteligent portofoliul prin plasarea capitalului în echivalente ale numerarului, obligațiuni și acțiuni americane și străine.

---

[3] Majoritatea obligațiunilor convertibile continuă să aibă totuși o importanță secundară comparativ cu datoriile pe termen lung și cu împrumuturile bancare – astfel, în caz de faliment, posesorii de titluri convertibile nu au drept prioritar de despăgubire din valorificarea activelor companiei. Și cu toate că nu sunt nici pe departe atât de riscante ca obligațiunile „de calitate inferioară" cu randament ridicat, multe convertite sunt emise încă de firme cu o bonitate financiară îndoielnică. În fine, mare parte din titlurile convertibile se află în posesia fondurilor mutuale protejate, ale căror tranzacții pe bandă rulantă pot contribui la creșterea volatilității prețurilor.

[4] Pentru mai multe amănunte, a se vedea www.fidelity.com, www.vanguard.com și www.morningstar.com. Investitorul inteligent nu va cumpăra *niciodată* titluri la un fond de obligațiuni convertibile cu cheltuieli anuale de exploatare mai mari de 1%.

Scanned with OKEN Scanner

DESCOPERIREA OPȚIUNILOR DE CUMPĂRARE ACOPERITE

Când, în 2003, piața se lupta din răsputeri să iasă din declin, a reapărut o modă veche: subscrierea de opțiuni de cumpărare acoperite. (Căutând recent pe Google expresia „subscriere de opțiuni de cumpărare acoperite", am obținut peste 2.600 de rezultate.) Ce sunt opțiunile de cumpărare acoperite şi cum funcționează ele? Închipuiți-vă că achiziționați 100 de acțiuni Ixnay Corp. la prețul de 95 $ bucata. Apoi vindeți (sau „subscrieți") o opțiune de cumpărare a acțiunilor dumneavoastră. În schimb, primiți o sumă de bani numită „primă de revocare". (Să spunem că aceasta este de 10 $ pe acțiune.) În tot acest timp, cumpărătorul opțiunii are dreptul prevăzut în contract de a vă cumpăra acțiunile Ixnay la un preț stabilit de comun acord – să zicem, de 100 $. Dumneavoastră păstrați acțiunile atâta vreme cât acestea nu ajung la 100 $, obținând din prime un venit frumos de 1.000 $, care va amortiza eventuala prăbuşire a cursului acțiunilor Ixnay.

Riscuri mai mici, venituri mai mari. Ce nu este bine în asta?

Păi, închipuiți-vă acum că prețul acțiunilor Ixnay sare peste noapte la 110 $. Cumpărătorul opțiunii dumneavoastră îşi va exercita drepturile, însuşindu-şi acțiunile contra sumei de 100 $ bucata. Dumneavoastră ați încasat şi în acest caz cei 1.000 $, dar el v-a luat acțiunile – iar cu cât cursul acestora va urca mai mult, cu atât vă veți reproşa mai abitir.[1]

Cum câştigul pe care-l poate aduce o acțiune este nelimitat, în vreme ce pierderea nu poate depăşi 100%, singura persoană pe care o veți îmbogăți cu această strategie este brokerul dumneavoastră. V-ați limitat pierderile, dar şi câştigurile. Investitorii individuali nu merită să renunțe la posibilitatea creşterii cursului doar pentru a se proteja împotriva scăderii lui.

[1] De asemenea, puteți cumpăra dumneavoastră opțiunea respectivă, dar veți suferi o pierdere – iar opțiunile pot avea costuri de tranzacționare şi mai mari decât acțiunile.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 17

Patru cazuri extrem de instructive

Cuvântul „extrem" din titlul capitolului este un fel de calambur, pentru că respectivele cazuri reprezintă situații extreme de diverse feluri care s-au manifestat în ultimii ani pe Wall Street. Ele sunt instructive și constituie un avertisment serios pentru oricine este interesat în mod real de acțiuni și obligațiuni – nu doar pentru investitorii și speculatorii obișnuiți, ci și pentru profesioniști, analiștii de valori mobiliare, administratorii de fonduri, administratorii de conturi fiduciare și chiar pentru bancherii care împrumută bani corporațiilor. Cele patru companii analizate și diferitele situații extreme pe care acestea le ilustrează sunt următoarele:

Penn Central (Railroad) Co. Un exemplu extrem de neglijare a celor mai elementare semnale de avertisment în legătură cu fragilitatea situației financiare de către toți posesorii de obligațiuni sau acțiuni ale acestei companii aflate sub supraveghere. Un preț de piață mult prea mare pentru acțiunile unui uriaș pe punctul de a se prăbuși.

Ling-Temco-Vought Inc. Un exemplu extrem de „creare a unui imperiu" în mare viteză și într-un mod dubios, care a avut practic asigurată prăbușirea, ajutată însă și de creditele acordate fără discernământ de bănci.

NVF Corp. Un exemplu extrem de achiziție, în care o mică firmă este absorbită de alta de șapte ori mai mare, care suferă o pierdere uriașă și apelează la unele instrumente contabile surprinzătoare.

AAA Enterprises. Un exemplu extrem de finanțare publică a unei mici companii prin emiterea de acțiuni; valoarea ei avea la bază în mare măsură cuvântul magic „franciză", fiind întreținută de importante agenții bursiere. După doi ani de la vânzarea acțiunilor și dublarea prețului umflat inițial de nechibzuita piață bursieră, a urmat falimentul.

Cazul Penn Central

Este cea mai mare societate de căi ferate din SUA din punctul de vedere al activelor și al venitului brut. Falimentul ei din 1970 a șocat

Scanned with OKEN Scanner

lumea financiară. Nu şi-a îndeplinit angajamentele de plată rezultate din majoritatea emisiunilor de obligaţiuni, fiind în pericol să renunţe în totalitate la activităţile sale. Preţul titlurilor de valoare emise de ea a scăzut drastic, acţiunile ordinare prăbuşindu-se de la un nivel maxim de 86½ în 1968 la un minim de 5½ în 1970. (Par a exista puţine îndoieli în privinţa faptului că aceste acţiuni vor fi scoase din circulaţie în procesul de reorganizare.)*

Ideea fundamentală pe care vrem s-o evidenţiem este că aplicarea celor mai simple reguli de analiză a valorilor mobiliare şi a celor mai simple standarde care stau la baza unor investiţii sănătoase ar fi revelat fragilitatea reţelei Penn Central cu mult înainte de falimentul acesteia – cu certitudine în 1968, când acţiunile se vindeau la cel mai mare preţ de după 1929 şi când majoritatea obligaţiunilor emise de ea s-ar fi putut preschimba la preţuri paritare în obligaţii de plată garantate, cu aceeaşi rată a cuponului, ale companiilor de utilităţi publice. Se cuvine a fi făcute următoarele observaţii:

1. Conform „Ghidului obligaţiunilor" publicat de S & P, raportul dintre profit şi cheltuielile companiei cu plata dobânzilor a fost de 1,91 în 1967 şi de 1,98 în 1968. Raportul minim recomandat de noi în cartea „Analiza valorilor mobiliare" pentru obligaţiunile societăţilor de căi ferate este de 5 înainte de scăderea impozitului pe venit şi de 2,9 după scăderea impozitului pe venit la cotele obişnuite. Din câte ştim, validitatea acestor standarde n-a fost pusă la îndoială niciodată de nicio autoritate din domeniul investiţiilor. Ţinând seama de criteriile noastre cu privire la profitul *după impozitare*, Penn Central nu îndeplinea cerinţele de siguranţă. Însă criteriul nostru are la bază un raport între profitul dinainte de impozitare şi cheltuieli egal cu *cinci*, impozitul obişnuit pe venit fiind scăzut după achitarea dobânzii la obligaţiuni. În ceea ce priveşte compania Penn Central, aceasta nu plătise în ultimii 11 ani *un impozit pe venit demn de remarcat!* De aceea raportul dintre profitul înainte de impozitare şi cheltuielile cu

---

* Cât de „şocată" a fost lumea financiară de falimentul Penn Central, care a fost declarat în zilele nelucrătoare de 20 şi 21 iunie 1970? Ultima tranzacţie cu acţiuni Penn Central a avut loc vineri, 19 iunie, la preţul de 11,25 $ acţiunea – un preţ nu prea rău pentru o firmă muribundă. În vremuri mai apropiate de cele ale noastre, acţiunile unor firme ca Enron şi WorldCom s-au vândut la preţuri relativ mari cu puţin timp înainte de a intra în faliment.

Scanned with OKEN Scanner

plata dobânzilor era mai mic de doi – o cifră total inadecvată potrivit criteriului nostru minimal, care prevede un raport egal cu cinci.

2. Faptul că firma n-a plătit impozit pe venit o perioadă atât de lungă ar fi trebuit să ridice semne serioase de întrebare cu privire la *validitatea* profiturilor raportate.

3. Obligațiunile rețelei Penn Central s-ar fi putut preschimba în 1968 și 1969, fără a ceda din preț sau din venit, cu titluri mult mai sigure. De exemplu, în 1969, titlurile de 4½, cu scadența în 1994, emise de Pennsylvania RR (componentă a Penn Central) s-au vândut cu 61-74½, în vreme ce titlurile de titlurile de $4^3/_8$, cu scadența în 1994, emise de Pennsylvania Electric Co. s-au vândut cu 64¼-72¼. Compania de electricitate a avut în 1968 un raport între profitul dinainte de impozitare și dobânzi de 4,20, comparativ cu numai 1,98 în cazul Penn Central; în cursul anului 1969, raportul acesteia din urmă s-a înrăutățit constant. Era limpede că se impunea un schimb de acest gen și că acesta i-ar fi salvat pe deținătorii de obligațiuni Penn Central. (La sfârșitul lui 1970, titlurile de 4¼ emise de societatea de căi ferate nu mai puteau fi plătite și se vindeau cu numai 18½, în vreme ce titlurile de $4^3/_8$ ale companiei de electricitate au încheiat la 66½.)

4. Penn Central a raportat în 1968 un profit de 3,80 $ pe acțiune; prețul maxim al acesteia de 86½ din anul respectiv a fost de 24 de ori mai mare decât profitul. Un analist competent s-ar fi întrebat însă cât de „real" este un asemenea profit dacă firma nu trebuie să plătească impozit pe venit.

5. În 1966, noua companie rezultată din fuziune* a raportat un „profit" de 6,80 $ pe acțiune – ca urmare a acestui fapt, acțiunile ordinare au atins ulterior maximul de 86½. Valoarea totală a capitalului propriu era astfel de peste 2 miliarde $. Câți dintre aceşti cumpărători au știut atunci că frumosul profit a fost calculat *înainte* de scăderea unei cheltuieli speciale de 275 de milioane $, adică de 12 $ pe acțiune, ce urma a fi inclusă în 1971 la capitolul „costuri și pierderi" produse de fuziune? Aceasta este minunata țară de basm de pe Wall Street, în care o companie poate anunța „profituri" de 6,80 $ pe acțiune într-un

* Penn Central a fost rezultatul fuziunii, anunțate în 1968, dintre Pennsylvania Railroad și New York Central Railroad.

Scanned with OKEN Scanner

loc şi „costuri şi pierderi" speciale de 12 $ în alt loc, iar acţionarii şi speculatorii îşi freacă mâinile de bucurie![*]

6. Un cunoscător al situaţiei din domeniul căilor ferate şi-ar fi dat de multă vreme seama că eficienţa în exploatare a companiei Penn Central este foarte slabă în comparaţie cu cea a societăţilor de profil mai profitabile. De exemplu, indicele de transport al acesteia a fost, în 1968, de 47,5%, faţă de 35,2% în cazul vecinei sale, Norfolk & Western.[†]

7. Pe parcurs, au existat câteva tranzacţii bizare cu rezultate contabile curioase.[‡] Amănuntele sunt prea complicate pentru a fi prezentate aici.

CONCLUZIE: Se poate discuta dacă un management mai eficient ar fi putut salva compania Penn Central de la faliment. Oricum, cert este faptul că, după 1968 cel mai târziu, în niciun cont de valori mobiliare administrat de un analist, un administrator de fond, un administrator fiduciar sau consilier competent de investiţii n-ar mai fi trebuit să rămână nicio obligaţiune sau acţiune a reţelei Penn Central. *Morala:* analiştii de valori mobiliare ar trebui să-şi facă datoria înainte de a studia mişcările de pe piaţa bursieră, de a se holba în globurile de cristal, de a face calcule matematice complicate sau de a face excursii pe teren cu toate cheltuielile achitate.[**]

Ling-Temco-Vought Inc.

Aceasta este povestea unei expansiuni necugetate şi a unei îndatorări necugetate, care s-au terminat cu pierderi îngrozitoare şi o mulţime de probleme financiare. Aşa cum se întâmplă adeseori în asemenea cazuri, un „tânăr geniu" cu părul blond a fost principalul

---

[*] Acest gen de prestidigitaţie contabilă, în care profiturile sunt raportate ca şi cum cheltuielile „neobişnuite", „excepţionale" sau „irepetabile" nu contează, anticipează folosirea preponderentă a situaţiilor financiare „pro forma", practică intrată în uz la sfârşitul anilor 1990 (a se vedea comentariul la capitolul 12).

[†] „Indicele de transport" al unei societăţi de căi ferate (cunoscută în prezent mai mult sub denumirea de indicator de eficienţă în exploatare) este dat de raportul dintre cheltuielile de rulare a trenurilor şi venitul total al societăţii respective. Cu cât indicele este mai mare, cu atât societatea este mai puţin eficientă. În prezent, chiar şi un indice de 70% ar fi considerat excelent.

[‡] În prezent, Penn Central este o vagă amintire. În 1976, ea a fost absorbită de Consolidated Rail Corp. (Conrail), un holding finanţat de guvernul federal, care a preluat câteva societăţi falimentare de căi ferate. Conrail a vândut acţiuni la bursă în 1987, iar în 1997 a fost preluată de CSX Corp. şi Norfolk Southern Corp.

Scanned with OKEN Scanner

responsabil atât pentru crearea marelui imperiu, cât şi pentru infama lui prăbuşire; dar şi alţii poartă o mare parte din vină.*

Ascensiunea şi declinul companiei Ling-Temco-Vought pot fi rezumate prin redarea într-o formă condensată a datelor din conturile de venituri şi cheltuieli, precum şi din bilanţurile pe cinci ani din perioada 1958-1970. Am făcut aceasta în tabelul 17-1. În prima coloană se prezintă modestele începuturi ale companiei din 1958, când a avut vânzări de numai 7 milioane $. Următoarea prezintă cifrele pentru anul 1960; întreprinderea a crescut de douăzeci de ori în numai doi ani, dar încă era de dimensiuni relativ mici. Apoi au venit anii de vârf 1967 şi 1968, în care vânzările au crescut din nou de douăzeci de ori, la 2,8 miliarde $, iar datoriile au ajuns de la 44 de milioane $ la extraordinara sumă de 1.653 de milioane $. În 1969 s-au făcut alte achiziţii, datoria a crescut şi mai mult (la un total de 1.865 de milioane $!), începând să apară probleme grave. În anul respectiv s-a raportat o pierdere substanţială, după scăderea cheltuielilor excepţionale; preţul acţiunilor a scăzut de la un maxim de 169½ în 1967 la un minim de 24; tânărul geniu a fost înlăturat din fruntea companiei. Rezultatele din 1970 au fost şi mai groaznice. Întreprinderea a raportat o pierdere netă finală de aproape 70 de milioane $; acţiunile au coborât la un preţ minim de $7^1/_8$, iar cea mai mare emisiune de obligaţiuni a fost cotată la un moment dat la numai 15% din valoarea nominală. Politicii de expansiune a companiei i s-a pus capăt brusc, diversele participaţii importante ale acesteia au fost puse la vânzare la bursă, reuşindu-se astfel să se mai reducă din aceste obligaţii uriaşe.

---

* Ling-Temco-Vought Inc. a fost fondată în 1955 de James Joseph Ling, un executant de instalaţii electrice care a câştigat primul milion de dolari din vânzarea acţiunilor la bursă devenind finanţatorul propriilor sale investiţii, atrăgându-şi potenţialii cumpărători de la standul ocupat la Târgul Statului Texas. Succesul înregistrat l-a determinat să cumpere zeci de companii diferite, folosind aproape întotdeauna acţiunile LTV pentru a plăti achiziţiile respective. Cu cât LTV cumpăra mai multe companii, cu atât acţiunile ei creşteau mai mult; şi cu cât acţiunile creşteau mai mult, cu atât mai multe companii îşi putea permite să cumpere. În 1969, LTV era a paisprezecea firmă ca mărime din lista celor mai importante 500 de companii americane întocmită de publicaţia *Fortune*. Şi apoi, după cum arată Graham, întregul castel din cărţi de joc a început să se prăbuşească. (LTV Corp., care acum nu produce decât oţel, a ajuns să intre sub protecţia legii falimentului la sfârşitul lui 2000.) Companiile care se dezvoltă mai ales prin achiziţii sunt numite „cumpărători în serie" – iar asemănarea cu sintagma „asasin în serie" nu este întâmplătoare. După cum o demonstrează cazul LTV, cumpărătorii în serie lasă aproape întotdeauna în urma lor moarte şi distrugere financiară. Investitorii care au înţeles acest lucru de la Graham ar fi evitat acţiunile unor companii preferate în anii 1990 precum Conseco, Tyco şi WorldCom.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 17-1. Ling-Temco-Vought Inc., 1958-1970
(în milioane de dolari, cu excepția profitului pe acțiune)

A.	Rezultate din exploatare	1958	1960	1967	1969	1970
	Vânzări	6,9	143,0	1.833,0	3.750,0	374,0
	Profit înainte de impozitare şi plata dobânzilor	0,552	7,287	95,6	124,4	88,0
	Cheltuieli cu dobânzile	0,1 (est.)	1,5 (est.)	17,7	122,6	128,3
	(Raportul profit-cheltuieli)	(5,5)	(4,8)	(54)	(1,02)	(0,68)
	Impozite pe venit	0,225	2,686	35,6	*cr. 15,2*	4,9
	Cheltuieli speciale				*dr. 40,6*	*dr. 18,8*
	Profit după scăderea cheltuielilor speciale	0,227	3,051	34,0	*dr. 38,3*	*dr. 69,6*
	Soldul acțiunilor ordinare	0,202	3,051	30,7	*dr. 40,8*	*dr. 71,3*
	Profit pe acțiune ordinară	0,17	0,83	5,56	*def. 10,59*	*def. 17,18*
B.	Situația financiară					
	Total active	6,4	94,5	845,0	2.944,0	2.582,0
	Datorii scadente într-un an	1,5	29,3	165,0	389,3	301,3
	Datorii pe termen lung	0,5	14,6	202,6	1.500.8	1.394,6
	Capital propriu	2,7	28,5	245,0†	*def. 12,0**	*def. 69,0**
Indicatori						
	Active curente/pasive curente	1,27	1,45	1,80	1,52	1,45
	Capital propriu/datorii pe termen lung	5,4	2,0	1,2	0,17	0,13
	Variația prețului pieței		28-20	169½-109	97¾-24 1/8	29½-7 1/8

* Excluzând din active discountul obligațiunilor şi scăzând acțiunile privilegiate la valoarea de răscumpărare.
† Conform informațiilor date publicității; *cr.:* credit, *dr.:* debit, *def.:* deficit.

Scanned with OKEN Scanner

Cifrele din tabelul nostru sunt atât de elocvente, încât sunt necesare puține comentarii. Iată însă câteva dintre ele:

1. Perioada de expansiune a companiei nu a fost fără întreruperi. În 1961, ea a înregistrat o mică pierdere din exploatare, dar – adoptând o practică ce avea să se observe mai târziu în atâtea rapoarte privitoare la anul 1970 – a decis în mod evident să transfere toate cheltuielile și rezervele posibile într-un an prost.* Acestea s-au ridicat la circa 13 milioane $, depășind astfel totalul profiturilor din ultimii trei ani. În acest moment, firma era pregătită să arate lumii „profituri-record" în 1962 etc.

2. La sfârșitul lui 1966, se raportează active tangibile nete de 7,66 $ pe acțiunea ordinară (valoare ajustată în funcție de scindarea în raportul de 3 la 2). Astfel, prețul pieței a ajuns să reprezinte în 1967 de 22 de ori (!) valoarea raportată a activelor din acel moment. La sfârșitul lui 1968, bilanțul arăta un disponibil de 286 de milioane $ la un număr de 3.800.000 de acțiuni ordinare și acțiuni din clasa AA, respectiv 77 $ pentru o acțiune. Dar dacă scădem acțiunile privilegiate la valoarea de piață și excludem fondul de comerț, precum și valoarea uriașă a „elementului de activ" corespunzător disagioului obligațiunilor,† rămân pentru acțiunile ordinare 13 milioane $ – adică abia 3 $ pe acțiune. Acest capital tangibil a fost anulat de pierderile din anii următori.

3. Spre sfârșitul anului 1967, două dintre cele mai respectate instituții bancare din SUA au oferit 600.000 de acțiuni

---

* Acest obicei sordid al ascunderii adevăratelor profituri ale unei companii sub masca cheltuielilor de restructurare nu ne-a părăsit din azi. Acumularea tuturor cheltuielilor posibile într-un singur an este denumită uneori contabilitate în „piscină" sau în „chiuveta de bucătărie". Această șmecherie contabilă le permite companiilor ca, în anul următor, să dea impresia unei creșteri aparente – investitorii n-ar trebui s-o confunde însă cu semnele unei afaceri cu adevărat viabile.

† Prin „elementul de activ corespunzător disagioului obligațiunilor" pare a se înțelege că LTV a cumpărat obligațiuni sub valoarea nominală și că trata acel discount ca pe un activ, în virtutea faptului că obligațiunile se puteau vinde până la urmă la valoarea nominală. Graham ia în derâdere această idee, căci nu ai de unde să știi care va fi prețul pieței unei obligațiuni la un moment dat. Dacă obligațiunile s-ar putea vinde numai *sub* valoarea nominală, acest element de „activ" ar fi de fapt unul de pasiv.

Scanned with OKEN Scanner

Ling-Temco-Vought la preţul de 111 $ fiecare. Maximul fusese de 169½. În mai puţin de trei ani, preţul a scăzut la $7^1/_8$.*

4. La sfârşitul lui 1967, împrumuturile bancare atinseseră valoarea de 161 de milioane $, iar un an mai târziu, 414 milioane $ – o cifră care ar fi trebuit să dea fiori. În plus, datoriile pe termen lung însumau 1.237 de milioane $. În 1969, toată datoria a ajuns să însumeze 1.869 de milioane $. Poate că aceasta a fost cea mai mare datorie a vreunei companii industriale din toate locurile şi din toate timpurile, cu o singură excepţie, neclintita Standard Oil din New Jersey.

5. Pierderile din 1969 şi 1970 au depăşit cu mult totalul profiturilor obţinute de la înfiinţarea companiei.

MORALA: prima întrebare care ne vine în minte citind povestea companiei Ling-Temco-Vought este cum de au putut fi convinse băncile comerciale să împrumute companiei asemenea sume de bani în perioada expansiunii sale. În 1966 şi mai înainte, raportul dintre profit şi cheltuielile cu plata dobânzilor nu s-a încadrat în standardele minime, acelaşi lucru fiind valabil pentru raportul dintre activele curente şi pasivele curente, precum şi pentru raportul dintre capitalul propriu şi totalul datoriilor. În următorii doi ani însă, băncile au dat întreprinderii alte aproape 400 de milioane $ în vederea continuării procesului de „diversificare". Pentru ele a fost o afacere proastă, iar implicaţiile acesteia pentru acţionarii companiei au fost şi mai nefaste. Se va putea spune că povestea companiei Ling-Temco-Vought a servit la ceva bun dacă băncile comerciale se vor abţine în viitor de la a susţine şi a stimula expansiunile nesănătoase de acest gen.†

---

* Nu ne putem decât închipui ce ar fi crezut Graham despre agenţiile de investiţii care au sprijinit oferta publică iniţială din decembrie 1998 a companiei InfoSpace Inc. Acţiunile (a căror valoare a fost ajustată în funcţie de scindările ulterioare) s-au vândut la început cu 31,25 $, au atins un preţ maxim de 1305,32 $ în martie 2000 şi au încheiat anul 2002 la un preţ magnific de 8,45 $ bucata.

† Graham ar fi fost dezamăgit, dar cu siguranţă nu surprins să vadă că băncile comerciale au continuat să susţină „expansiunile nesănătoase". Enron şi WorldCom, două dintre cele mai răsunătoare eşecuri din istoria afacerilor, au fost susţinute şi stimulate de miliardele de dolari împrumutate de bănci.

Scanned with OKEN Scanner

Preluarea de către NVF a companiei Sharon Steel (o piesă de colecție)

La sfârșitul anului 1968, NVF Company era o firmă cu datorii pe termen lung de 4,6 milioane $, un capital propriu de 17,4 milioane $, vânzări de 31 de milioane $ și un profit de 502.000 $ (inclusiv un credit special de 374.000 $). Obiectul ei de activitate era „producția de fibre vulcanizate și mase plastice". Administrația a decis preluarea firmei Sharon Steel Corp., care avea datorii pe termen lung de 43 de milioane $, un capital propriu de 101 milioane $, vânzări de 219 milioane $ și un profit de 2.929.000 $. Compania pe care voia s-o achiziționeze era astfel de șapte ori mai mare decât NVF. La începutul lui 1969, a făcut o ofertă de cumpărare a tuturor acțiunilor acesteia. Pentru o acțiune urma a se oferi o obligațiune neprivilegiată emisă de NVF cu valoarea nominală de 70 $ și dobânda de 5%, scadentă în 1994, plus warante de cumpărare a unor acțiuni NVF în proporție de 1½ la 1 cu 22 $ acțiunea. Administrația companiei Sharon s-a opus din răsputeri tentativei de preluare, dar în zadar. NVF a achiziționat 88% din acțiunile Sharon în condițiile oferite, emițând așadar obligațiuni cu 5% dobândă în valoare de 102 milioane $ și warante pentru un număr de 2.197.000 de acțiuni proprii. Dacă oferta ei ar fi fost acceptată în totalitate, întreprinderea cumpărătoare ar fi avut în 1968 datorii de 163 de milioane $, un capital propriu de numai 2,2 milioane $ și vânzări de 250 de milioane $. Problema profitului ar fi fost ceva mai complicată, însă compania a raportat ulterior o pierdere netă de 50 de cenți pentru fiecare acțiune NVF, inclusiv un credit excepțional, și un profit net de 3 cenți pe acțiune după scăderea acestui credit.*

---

* În iunie 1972 (imediat după ce Graham a terminat de scris acest capitol), un judecător federal a constatat că președintele NVF, Victor Posner, a folosit în mod impropriu conturile de pensii ale companiei Sharon Steel „pentru a ajuta companiile afiliate să preia alte corporații". În 1977, Comisia de Valori Mobiliare și Burse a SUA a obținut o hotărâre definitivă împotriva lui Posner, NVF și Sharon Steel, împiedicându-le să încalce în viitor legislația federală referitoare la combaterea fraudelor cu valori mobiliare. Comisia a pretins că Posner și familia lui au obținut în mod impropriu 1,7 milioane $ sub formă de avantaje personale de la companiile NVF și Sharon, umflând profitul înainte de impozitare al acesteia din urmă la 13,9 milioane $, ținând în mod eronat evidența stocurilor și „trecând venitul și cheltuielile de la un an la altul". Sharon Steel, pe care Graham a remarcat-o cu ochiul său sigur și sceptic, a ajuns să fie cunoscută de farsorii de pe Wall Street cu numele de „Share and Steal"

Scanned with OKEN Scanner

PRIMUL COMENTARIU: Dintre toate preluările efectuate în anul 1969, aceasta a fost fără îndoială cea mai disproporționată din punct de vedere financiar. Compania cumpărătoare își asumase o nouă și mult prea mare obligație de plată, anticipând pe deasupra, pentru 1968, în loc de un profit, o pierdere. Un semn al deteriorării situației financiare a companiei ca urmare a acestei inițiative îl reprezintă faptul că noile obligațiuni cu dobânda de 5% nu s-au vândut la un preț mai mare de 42% din valoarea nominală în anul emiterii lor. Aceasta ar fi indicat existența unor serioase dubii în privința siguranței obligațiunilor și a viitorului companiei; conducerea a exploatat însă prețul obligațiunilor în așa fel încât compania să nu mai plătească impozite anuale pe venit de circa 1.000.000 $, așa cum vom vedea în continuare.

Raportul din 1968, dat publicității după preluarea companiei Sharon, cuprindea o imagine condensată a rezultatelor acesteia, reportate la sfârșitul anului. El cuprindea două lucruri cu totul neobișnuite:

1. Este trecută la active suma de 58.600.000 $ reprezentând „cheltuieli amânate cu plata datoriilor". Aceasta este mai mare decât tot „capitalul propriu", care însumează 40.200.000 $.

2. În capitalul propriu nu este însă inclusă o sumă de 20.700.000 $ reprezentând „surplus de capital propriu peste costul investiției în firma Sharon".

AL DOILEA COMENTARIU: Dacă eliminăm din active cheltuielile cu datoriile, care cu greu pot fi considerate așa ceva, și includem cealaltă sumă în capitalul propriu (unde ar trebui să stea în mod normal), obținem o valoare mai realistă a capitalului tangibil corespunzător acțiunilor NVF, respectiv 2.200.000 $. Astfel, tranzacția a avut ca prim efect reducerea „capitalului real" al NVF de la 17.400.000 $ la 2.200.000 $, adică de la 23,71 $ pe acțiune la circa 3 $ pe acțiune, la un număr de 731.000 de acțiuni. În plus, acționarii NVF dăduseră altora dreptul de a cumpăra de trei ori și jumătate mai multe acțiuni suplimentare la un preț cu șase puncte mai mic decât cel de închidere a pieței

---

(„Împarte și Fură" – în engleză se pronunță aproape la fel ca „Sharon Steel" [n.tr.]). Posner a jucat ulterior un rol esențial în valul de achiziții pe datorie și preluări ostile care a măturat Statele Unite ale Americii în anii 1980, când a devenit unul dintre principalii cumpărători ai obligațiunilor de calitate inferioară subscrise de Drexel Burnham Lambert.

Scanned with OKEN Scanner

din 1968. Valoarea inițială de piață a unui warant era pe atunci de circa 12 $, adică un total de circa 30 de milioane $ corespunzător warantelor implicate în oferta de achiziție. În realitate, valoarea de piață a warantelor a depășit cu mult valoarea totală de piață a acțiunilor NVF în circulație – o altă dovadă a naturii nefirești a tranzacției.

Șmecheriile contabile

Când trecem de la acest bilanț pro forma la raportul din anul următor, observăm câteva înregistrări stranii. Pe lângă cheltuielile cu dobânda (o sumă considerabilă de 7.500.000 $), există un scăzământ de 1.795.000 $ pentru „amortizarea cheltuielilor amânate cu plata datoriilor". Această ultimă sumă este însă compensată aproape în totalitate pe rândul următor de un venit cu totul neobișnuit: „amortizarea capitalului propriu corespunzător costului investiției în filială: cr. 1.650.000". Într-o notă de subsol găsim o înregistrare care nu apare, din câte știm, în niciun alt raport: o parte din capitalul în acțiuni este denumită aici „valoare corectă de piață a warantelor emise în legătură cu achiziția etc., 22.129.000 $".

Ce-or mai însemna toate aceste lucruri? Textul de prezentare a raportului din 1969 nu face nici măcar o referire la ele. Analistul specializat în valori mobiliare trebuie să dezlege singur aceste mistere, asemenea unui detectiv. El își dă seama că ideea de bază este să se obțină un avantaj fiscal din prețul inițial mic al titlurilor de credit cu dobândă de 5%. Pentru cititorii interesați de acest ingenios aranjament am prezentat soluția noastră în anexa 6.

Alte lucruri neobișnuite

1. Imediat după încheierea anului 1969, compania a răscumpărat nu mai puțin de 650.000 de warante la prețul de 9,38 $ bucata. Lucru extraordinar, dacă avem în vedere faptul că (*a*) NVF avea disponibilități de numai 700.000 $ la sfârșitul anului și datorii de 4.400.000 $ scadente în 1970 (evident că suma de 6 milioane $ plătită pentru warante a trebuit să fie împrumutată); (*b*) răscumpărarea acestor „bani de hârtie", respectiv a warantelor, s-a făcut într-un moment în care obligațiunile sale cu dobândă de 5% se vindeau cu mai puțin de 40% din valoarea nominală – în mod obișnuit, semn că urmează să apară probleme financiare.

Scanned with OKEN Scanner

2. Pentru a compensa parțial această cheltuială, compania retrăsese obligațiuni în valoare de 5.100.000 $ împreună cu 253.000 de warante în schimbul unor acțiuni ordinare de valoare echivalentă. Acest lucru a fost posibil pentru că, pe ciudatele piețe de valori mobiliare, oamenii vindeau obligațiunile de 5% la un preț sub 40, în vreme ce acțiunile ordinare se vindeau la un preț mediu de 13½, neaducând niciun dividend.

3. Compania avea în plan nu doar să vândă acțiuni angajaților săi, ci și să le vândă un număr și mai mare de *warante* care să le permită să cumpere acțiuni. Asemenea achizițiilor de acțiuni, warantele urma să fie achitate în proporție de 5% pe loc, iar restul pe parcursul mai multor ani. Din câte știm, acesta este singurul plan care prevede achiziția acțiunilor de către angajați pe baza *warantelor*. Oare se va inventa și se va vinde în curând în rate dreptul de a cumpăra un drept de a cumpăra o acțiune, și așa mai departe?

4. În anul 1969, proaspăt achiziționata Sharon Steel Co. și-a schimbat metoda de calcul al costurilor cu pensiile și a adoptat rate de amortizare mai mici. Aceste schimbări de natură contabilă au făcut ca profitul raportat al NVF înainte de diluare să crească cu circa 1 $ pe acțiune.

5. La sfârșitul lui 1970, în „Ghidul acțiunilor" publicat de Standard & Poor's se putea citi că acțiunile NFV se vindeau la un raport preț-profit de numai 2, cel mai mic nivel pentru toate cele circa 4.500 de emisiuni din broșură. Potrivit unei vechi zicale de pe Wall Street, acest lucru era „important dacă era adevărat". Raportul era calculat pe baza prețului de închidere de 8¾ și a „profitului" calculat de 5,38 $ pe acțiune pentru perioada octombrie 1969-septembrie 1970. (Pornind de la aceste date, acțiunile se vindeau la un preț de numai 1,6 ori mai mare decât profitul.) Acest raport nu lua însă în calcul „factorul semnificativ al diluării",* nici rezultatele nefavorabile obținute de fapt în ultimul trimestru al anului 1970. Când au apărut în cele din urmă cifrele pentru întregul an, s-a văzut că profitul pe acțiune era de numai

---

* „Factorul semnificativ al diluării" urma să-și producă efectul în momentul în care angajații NVF își exercitau warantele spre a cumpăra acțiuni ordinare. Atunci, compania avea să fie nevoită să emită alte acțiuni, iar profitul ei urma să fie împărțit la un număr mult mai mare de acțiuni în circulație.

Scanned with OKEN Scanner

2,03 $, fără a lua în calcul diluarea, şi de 1,80 $ dacă se ţinea seama de aceasta. Trebuie remarcat şi că, la acea dată, valoarea totală de piaţă a acţiunilor şi warantelor era de circa 14 milioane $, faţă de o datorie contractată prin emiterea de obligaţiuni de 135 de milioane $, valoarea capitalului propriu fiind realmente inadecvată.

AAA Enterprises

Povestea

Cu vreo 15 ani în urmă, un student pe nume Williams a început să vândă case mobile (denumite mai târziu „rulote").* În 1965, el a înfiinţat o societate comercială. În acel an, a vândut case mobile în valoare de 5.800.000 $ şi a obţinut un profit de 61.000 $ cu tot cu impozitul pe firmă. Până în 1968 a fost cuprins de febra „francizelor" şi vindea altora dreptul de a vinde case mobile sub marca sa. De asemenea, i-a venit strălucita idee de a începe să întocmească declaraţii de venit contra cost, folosind pe post de birouri casele lui mobile. A înfiinţat o filială denumită „Mr. Tax of America" („Domnul Impozit din America") şi, bineînţeles, a început să vândă francize, dându-le altora dreptul de a-i folosi ideea şi numele. A crescut numărul acţiunilor emise la 2.710.000 şi era pregătit să intre la bursă. A constatat că una dintre cele mai mari agenţii bursiere din SUA, împreună cu altele, era dispusă să se ocupe de afacere. În martie 1969, au fost oferite publicului investitor 500.000 de acţiuni AAA

---

* Jackie G. Williams a fondat AAA Enterprises în 1958. În prima zi de tranzacţionare, acţiunile acesteia au crescut cu 56%, încheind-o la 20,25 $. Williams a anunţat ulterior că AAA va veni în fiecare lună cu un nou concept de franciză (dacă oamenii intrau într-o casă mobilă pentru ca „Domnul Impozit din America" să le calculeze impozitul pe venit, închipuiţi-vă ce altceva puteau face ei într-o rulotă!). AAA a intrat însă în criză de timp şi de bani înainte ca Williams să intre în criză de idei. Povestea lui AAA Enterprises aminteşte de cea a unei alte companii cu manageri simpatici şi mijloace puţine: ZZZZ Best a ajuns să valoreze la bursă, la sfârşitul anilor 1980, aproximativ 200 de milioane $, chiar dacă presupusa firmă de curăţenie nu avea decât un telefon şi un birou închiriat, condus de un adolescent pe nume Barry Minkow. ZZZZ Best a dat-o în bară, iar Minkow a intrat în puşcărie. Chiar în clipa în care citiţi aceste rânduri, ia naştere o altă companie asemănătoare şi o nouă generaţie de „investitori" va fi trasă pe sfoară. Nimeni dintre cei care l-au citit pe Graham n-ar trebui totuşi să se lase păcălit.

Scanned with OKEN Scanner

Enterprises la preţul de 13 $ fiecare. Din acestea, 300.000 au fost vândute în contul domnului Williams, iar 200.000 în contul companiei, mărind resursele financiare ale acesteia cu 2.400.000 $. Preţul acţiunilor s-a dublat imediat, ajungând la 28, capitalul propriu ajungând să valoreze 84 de milioane $, comparativ cu o valoare contabilă de circa 4.200.000 $ şi un profit maxim raportat de 690.000 $. Astfel, acţiunile se vindeau la un preţ de 115 ori mai mare decât profitul curent (maxim) pe acţiune. Fără îndoială că domnul Williams a ales numele AAA Enterprises pentru a apărea pe primele pagini ale cărţilor de telefoane şi ale anuarelor comerciale. O consecinţă secundară a acestui fapt a fost aceea că firma lui a apărut prima în „Ghidul acţiunilor" publicat de Standard & Poor's. La fel ca în cazul lui Abu-Ben-Adhem, după ea urmau toate celelalte.* Acest lucru îi conferă dreptul special de a fi aleasă ca exemplu oribil de folosire, în 1969, a unor tehnici noi de finanţare şi de lansare a unor „emisiuni foarte căutate".

COMENTARIU: N-a fost o afacere rea pentru domnul Williams. Cele 300.000 de acţiuni pe care le-a vândut aveau, în decembrie 1968, o valoare contabilă de 180.000 $, el încasând aşadar de 20 de ori mai mult, adică 3.600.000 $. Subscriitorii şi distribuitorii au împărţit între ei 500.000 $, mai puţin cheltuielile.

1. Pentru clienţii agenţiilor bursiere nu pare a fi fost însă o afacere atât de bună. Ei au trebuit să plătească de circa zece ori valoarea contabilă a acţiunilor, după operaţiunea de creştere a valorii capitalului propriu pe acţiune de la 59 de cenţi la 1,35 $ în care s-au folosit de banii lor.† Înaintea anului de vârf 1968, profitul maxim al companiei

---

* În poezia „Abu Ben Adhem", scrisă de poetul britanic de factură romantică Leigh Hunt (1784-1859), un musulman virtuos vede un înger care scrie într-o carte de aur „numele celor care-l iubesc pe Domnul". Când îngerul îi spune lui Abu că numele lui nu este printre ele, Abu zice: „Rogu-mă, atunci, scrie-mă ca pe unul care-şi iubeşte semenii." Îngerul se întorce în noaptea următoare şi-i arată lui Abu cartea în care acum „numele lui Ben Adhem era trecut înaintea celorlalte".

† Cumpărând mai multe acţiuni ordinare la un preţ mai mare decât valoarea lor contabilă, investitorii au mărit valoarea capitalului AAA pe acţiune. Investitorii nu făceau însă decât să se pună din nou pe picioare, căci cea mai mare parte a creşterii capitalului acţionarilor s-a datorat disponibilităţii publicului investitor de a plăti mai mult decât era necesar pentru acţiunile respective.

Scanned with OKEN Scanner

fusese de numai 7 cenți pe acțiune. Pentru viitor, existau bineînțeles planuri ambițioase – însă publicului investitor i se cerea să plătească dinainte o sumă importantă pentru așteptata realizare a acestor planuri.

2. Cu toate acestea, prețul acțiunilor s-a dublat la scurt timp de la prima lor emisiune și oricare dintre clienții agențiilor de brokeraj ar fi putut ieși din afacere cu un câștig frumos. Oare acest fapt a afectat cotația ori gândul că așa ceva se putea întâmpla i-a exonerat pe distribuitorii inițiali ai emisiunii de responsabilitatea pentru această ofertă publică și pentru cea care avea să urmeze? Iată o întrebare grea, dar care merită să fie analizată cu atenție de comunitatea financiară și agențiile de reglementare ale statului.*

Continuarea poveștii

Beneficiind de un capital mai mare, AAA Enterprises a început alte două afaceri. În 1969 a inaugurat o rețea de magazine de covoare și a cumpărat o unitate de producție a caselor mobile. Rezultatele raportate pentru primele nouă luni ale anului n-au fost chiar strălucite, dar erau ceva mai bune decât cu un an înainte – 22 de cenți pe acțiune față de 14 cenți. Ce s-a întâmplat în următoarele luni a fost de-a dreptul incredibil. Compania a pierdut 4.365.000 $, sau 1,49 $ pe acțiune. Acest lucru a consumat tot capitalul dinainte de finanțare, plus întreaga sumă de 2.400.000 $ obținută din vânzarea acțiunilor plus două treimi din suma raportată ca profit în primele nouă luni ale lui 1969. N-au mai rămas din acel capital decât 242.000 $, sau 8 cenți pe acțiune, pentru investitorii care, cu numai șapte luni înainte, plătiseră 13 $ pentru acțiunile nou-emise. Cu toate acestea, acțiunile

---

* Graham vrea să spună că agențiile de investiții nu sunt îndreptățite să-și asume meritul pentru câștigurile pe care niște acțiuni foarte căutate le pot produce imediat după ce sunt oferite pentru prima oară publicului investitor decât dacă sunt dispuse să-și asume și vina pentru rezultatele produse de acestea pe termen mai lung. Multe IPO-uri lansate de companii cu activitate pe Internet au crescut cu 1.000% sau mai mult în 1999 și la începutul lui 2000; majoritatea lor au pierdut peste 95% din valoare în următorii trei ani. Cum ar putea aceste câștiguri premature obținute de câțiva investitori să anuleze pierderile masive suferite de milioanele de oameni care au investit mai târziu? De fapt, multe IPO-uri au fost subevaluate în mod intenționat pentru a „fabrica" niște câștiguri imediate care să atragă și mai mult atenția asupra ofertei următoare.

Scanned with OKEN Scanner

au încheiat anul 1969 la un preț de cumpărare de $8^1/_8$, echivalent cu o „valoare" a companiei de 25 de milioane $.

COMENTARIU (CONTINUARE): 1. Este greu de crezut că firma a câștigat efectiv 686.000 $ din ianuarie până în septembrie 1969, după care a pierdut 4.365.000 $ în următoarele nouă luni. Din păcate, era ceva cu totul în neregulă în raportul din 30 septembrie.

2. Prețul final de cumpărare de $8^1/_8$ din acel an a demonstrat cu prisosință caracterul total irațional al prețurilor de la bursă, mai mult chiar decât prețul inițial al ofertei, de 13, sau decât creșterea ulterioară înregistrată de „acțiunile foarte căutate", al căror preț de cumpărare a ajuns la 28. Aceste ultime cotații s-au bazat cel puțin pe entuziasm și speranță – total disproporționate față de realitate și de judecata sănătoasă, dar cel puțin comprehensibile. Valoarea de 25 de milioane $ de la sfârșitul anului corespundea unei companii care-și pierduse aproape tot capitalul, cu excepția unei mici rămășițe, pentru care insolvabilitatea totală era iminentă și pentru care cuvintele „entuziasm" și „speranță" aveau să fie doar o amară ironie. (Este adevărat că cifrele de sfârșit de an nu fuseseră date publicității până la 31 decembrie, dar este datoria agenților bursiere care colaborează cu firma respectivă să obțină situațiile lunare ale veniturilor și cheltuielilor și să cunoască destul de bine felul în care merg lucrurile.)

Ultimul capitol

Pentru prima jumătate a anului 1970, compania a raportat o altă pierdere de 1 milion $. În acest moment, avea un considerabil deficit de capital. N-a intrat în faliment datorită împrumuturilor făcute de domnul Williams, care au însumat 2.500.000 $. Se pare că n-au mai fost emise alte situații, până în ianuarie 1971, când AAA Enterprises a depus în sfârșit o cerere de intrare în faliment. La sfârșitul lunii, pentru fiecare acțiune se cereau încă 50 de cenți, sau 1.500.000 $ pentru întreaga emisiune, care, evident, nu mai valora nimic. Iar povestea noastră se încheie aici.

MORALĂ ȘI ÎNTREBĂRI: Speculatorii sunt incorigibili. Din punct de vedere financiar, nu știu multe. Vor cumpăra orice, la orice preț, dacă pare să se „întâmple" ceva. Vor fi atrași de orice companie care se identifică cu ideea de „franciză", calculatoare, electronică,

Scanned with OKEN Scanner

știință, tehnologie sau ceea ce doriți dumneavoastră, când aceasta este la modă. Cititorii noștri, toți investitori realiști, sunt bineînțeles mai presus de asemenea prostii. Rămân totuși unele întrebări: oare agențiile responsabile de investiții n-ar trebui să se simtă obligate să se abțină de la a se identifica cu asemenea întreprinderi, dintre care 90% sunt dinainte condamnate la faliment? (Aceasta era de fapt situația în momentul în care autorul a ajuns pe Wall Street în 1914. Prin comparație, s-ar părea că standardele etice ale comunității financiare s-au diminuat în loc să avanseze în următorii 57 de ani, în pofida tuturor reformelor și a tuturor măsurilor de control adoptate.) Este posibil și trebuie ca SEC să i se dea alte atribuții menite să protejeze publicul investitor, în afara celor actuale, care se limitează la a cere ca toate datele relevante să fie tipărite în prospectul de emisiune? Ar trebui să se elaboreze și să se publice într-o manieră vizibilă un fel de casetă tehnică pentru diversele tipuri de oferte publice? Ar trebui ca fiecare prospect și, poate, fiecare confirmare de vânzare făcută în condițiile unei oferte inițiale să poarte un fel de garanție oficială că prețul de ofertă al emisiunii nu este cu mult diferit de prețurile curente ale emisiunilor din aceeași categorie generală, deja existente pe piață? În momentul în care scriem aceste rânduri, este în plin avânt o mișcare de reformă împotriva abuzurilor de pe Wall Street. Va fi greu să se impună schimbări importante în domeniul ofertelor de noi acțiuni, pentru că abuzurile sunt în foarte mare măsură rezultatul lipsei de rațiune și lăcomiei investitorilor înșiși. Problema merită totuși să fie îndelung și atent analizată.*

---

* Primele patru fraze din acest paragraf ar putea fi considerate epitaful oficial al balonului speculativ al Internetului și telecomunicațiilor, care s-a spart la începutul lui 2000. Așa cum mesajul de avertizare de pe pachetele de țigări nu-i determină pe toți fumătorii să nu mai aprindă țigara, nicio reformă a reglementărilor nu-i va împiedica vreodată pe investitori să dea frâu liber propriei lăcomii. (Nici chiar comuniștii nu pot scoate în afara legii baloanele speculative ale pieței; piața bursieră din China a urcat 101,7% în prima jumătate a lui 1999, după care s-a prăbușit.) Nici agențiile de investiții nu vor putea fi scăpate vreodată în totalitate de impulsul de a vinde orice acțiune la orice preț, atâta vreme cât aceasta îl va suporta. Cercul nu poate fi rupt decât de fiecare investitor și consilier financiar în parte. Aplicarea principiilor lui Graham (a se vedea în special capitolele 1, 8 și 20) este cel mai bun mod de a începe acest proces.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 17

„Zeul înțelepciunii, Woden, se duse la regele trolilor, îi răsuci brațul și-i ceru să-i spună cum poate ordinea să triumfe asupra haosului. «Dă-mi ochiul tău stâng și-ți voi spune», zise trolul. Fără să ezite, Woden îi dădu ochiul stâng. «Acum spune-mi.» Trolul zise: „Secretul este acesta: «Să privești cu amândoi ochii!»"

John Gardner

CU CÂT LUCRURILE SE SCHIMBĂ MAI MULT...

Graham pune în evidență patru situații extreme:

- un „gigant instabil" supraevaluat;
- un conglomerat care a construit un imperiu;
- o fuziune în care o firmă mică a preluat controlul asupra uneia mari;
- o ofertă publică inițială de acțiuni ale unei companii practic fără valoare.

În ultimii ani au apărut destule situații extreme noi pentru a umple o enciclopedie. Iată unul dintre ele:

LUCITOR, NU TRANSPARENT

La mijlocul anului 2000, Lucent Technologies Inc. avea mai mulți acționari decât orice altă companie americană. Cu o capitalizare bursieră de 192,9 miliarde $, era a douăsprezecea companie ca valoare din America.

Era oare justificată o asemenea valoare? Să vedem câteva date esențiale din raportul financiar al companiei Lucent pentru trimestrul fiscal încheiat pe 30 iunie 2000:[1]

---

[1] Acest document, asemenea tuturor rapoartelor financiare citate în acest capitol, se găsește în baza de date EDGAR, pe site-ul www.sec.gov.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 17-1. Lucent Technologies Inc.

	Pentru trimestrul încheiat la...	
	30 iunie 2000	30 iunie 1999
Venit		
Încasări	8.713	7.403
Venit (pierdere) din activităţi neîntrerupte	(14)	622
Venit (pierdere) din activităţi întrerupte	(287)	141
Venit net	(301)	763
Active		
Disponibilităţi	710	1.495
Creanţe	10.101	9.486
Fond de comerţ	8.736	3.340
Costuri capitalizate de dezvoltare a programelor informatice	576	412
Total active	46.340	37.156

Toate valorile sunt exprimate în milioane de dolari. * Alte active, care includ fondul de comerţ.

Sursa: rapoartele financiare trimestriale ale companiei Lucent (formularul 10-Q).

O analiză mai atentă a raportului companiei declanşează câteva semnale de alarmă care sună strident, asemenea apelului fără răspuns primit de o centrală telefonică:

- Lucent tocmai cumpărase un furnizor de echipamente optice, Chromatis Networks, pentru suma de 4,8 miliarde $ – dintre care 4,2 miliarde $ au reprezentat „fondul de comerţ" (sau costul care depăşea valoarea contabilă). Chromatis avea 150 de angajaţi, n-avea clienţi, iar încasările erau egale cu zero, aşa încât termenul „fond de comerţ" pare nepotrivit; poate „ladă de zestre" este mai adecvat. Dacă produsele aflate în stadiu embrionar ale companiei Chromatis n-ar avea succes, Lucent ar trebui să renunţe la fondul de comerţ şi să-l scadă din profiturile viitoare.
- Într-o notă de subsol se specifică faptul că Lucent a împrumutat cumpărătorilor produselor sale suma de 1,5 miliarde $. De asemenea, compania avea blocate 350 de milioane $ în garanţii acordate pentru banii împrumutaţi din altă parte de clienţii ei. Totalul acestor „finanţări acordate clienţilor" se dublase în decurs de un an – ceea ce arată că cumpărătorii rămâneau fără bani ca să achiziţioneze produse Lucent. Dar dacă rămâneau fără bani ca să-şi plătească datoriile?

Scanned with OKEN Scanner

- În fine, Lucent trata costul dezvoltării unor programe informatice noi ca pe un „mijloc fix". Oare nu cumva era o cheltuială obişnuită care trebuia acoperită din profit, nicidecum un element de activ?

CONCLUZIE: în august 2001, Lucent a închis filiala Chromatis după ce produsele acesteia se pare că au adus numai doi clienţi.[2] În anul fiscal 2001, Lucent a pierdut 16,2 miliarde $; în anul fiscal 2002, a pierdut alte 11,9 miliarde $. În aceste pierderi au fost incluse 3,5 miliarde $ „provizioane pentru credite neperformante şi finanţări acordate clienţilor", 4,1 miliarde $ „cheltuieli nerecuperate legate de fondul de comerţ" şi 362 de milioane $ cheltuieli „legate de investiţiile în programe informatice".

Acţiunile Lucent, care, la 30 iunie 2000, aveau un preţ de 51,062 $, au încheiat anul 2002 la preţul de 1,26 $ – o reducere a valorii de piaţă de aproape 190 de miliarde $ în doi ani şi jumătate.

MAGICIANUL ACHIZIŢIILOR

Pentru a descrie situaţia companiei Tyco International Ltd., nu putem decât să-l parafrazăm pe Winston Churchill şi să spunem că niciodată nu s-a vândut atât de mult de către atât de mulţi către atât de puţini. Între 1997 şi 2001, acest conglomerat cu sediul în Insulele Bermude a cheltuit în total peste 37 de miliarde $ – cea mai mare parte în acţiuni Tyco – cumpărând firme aşa cum Imelda Marcos cumpăra pantofi. Numai în anul fiscal 2000, potrivit datelor din raportul său anual, Tyco a achiziţionat „aproximativ 200 de companii" – în medie, mai mult de o firmă la fiecare două zile.

Rezultatul? Tyco s-a dezvoltat fenomenal de repede; în cinci ani, încasările au crescut de la 7,6 miliarde $ la 34 de miliarde $, iar venitul din exploatare a urcat de la un minus de 476 de milioane $ la un plus de 6,2 miliarde $. Nu este de mirare că firma avea, la sfârşitul anului 2001, o valoare de piaţă de 114 miliarde $.

Situaţiile financiare ale companiei Tyco erau însă cel puţin la fel de stupefiante ca dezvoltarea ei. Aproape în fiecare an, ele includeau cheltuieli legate de achiziţii în valoare de sute de milioane de dolari. Aceste cheltuieli se încadrau în trei mari categorii:

---

[2] Renunţarea la achiziţia Chromatis este analizată în *The Financial Times*, numerele din 29 august 2001, p. 1, şi 1 septembrie-2 septembrie 2001, p. XXIII.

Scanned with OKEN Scanner

1) costuri de „fuziune" sau „restructurare", ori „alte costuri irepetabile";
2) „cheltuieli cu deteriorarea activelor durabile";
3) „amortizarea serviciilor de cercetare-dezvoltare achiziționate în curs de prestare".

Pentru a fi scurți, vom denumi prima categorie de cheltuieli FUZIUNE, cea de-a doua DETERIORARE, iar cea de-a treia AMORTIZARE. Cum au evoluat ele în timp?

FIGURA 17-2. Tyco International Ltd.

	Anul fiscal	FUZIUNE	DETERIORARE	AMORTIZARE
	1997	918	148	361
	1998	0	0	0
	1999	1.183	335	0
	2000	4.175	99	0
	2001	234	120	184
Total		2.510	702	545

Toate valorile sunt cele originale, în sute de milioane de dolari.

Totalul „fuziunilor şi achizițiilor" nu cuprinde operațiunile de comasare a bilanțurilor.

Sursa: rapoartele anuale ale companiei Tyco International (formularul 10-K).

După cum puteți observa, cheltuielile de FUZIUNE – *care ar trebui să fie irepetabile* – au apărut în patru dintre cei cinci ani şi au totalizat în mod surprinzător 2,5 miliarde $. Cheltuielile de DETERIORARE s-au arătat a fi la fel de cronice şi s-au ridicat la peste 700 de milioane $. Cheltuielile de AMORTIZARE au reprezentat o jumătate de miliard de dolari.[3]

Investitorul inteligent ar întreba:

- Dacă strategia lui Tyco de dezvoltare prin achiziții a fost atât de bună, cum se face că firma a trebuit să cheltuiască în

[3] Când achizițiile a trebuit să fie justificate, încărcarea cheltuielilor de AMORTIZARE a permis companiei Tyco să reducă partea din prețul de achiziție alocată fondului de comerț. Cum cheltuielile de AMORTIZARE pot fi făcute în avans, în vreme ce fondul de comerț (conform reglementărilor contabile în vigoare în acel moment) trebuia să fie amortizat într-o perioadă de mai mulți ani, această manevră i-a permis firmei Tyco să reducă la minimum efectul cheltuielilor cu fondul de comerț asupra valorii profitului viitor.

Scanned with OKEN Scanner

medie 750 de milioane $ pe an pentru a se pune în ordine după aceea?

- Dacă, aşa cum se poate observa foarte limpede, Tyco nu se ocupa cu fabricarea unor bunuri, ci cu achiziţia altor companii care fabrică bunuri, atunci de ce cheltuielile de FUZIUNE erau considerate „irepetabile"? Nu reprezentau ele o parte a costurilor normale de exploatare?
- În condiţiile în care cheltuielile cu achiziţiile anterioare consemnate în contabilitate au umflat în mod artificial profitul în fiecare an, cine putea să-şi dea seama cât va fi profitul în anul următor?

De fapt, un investitor nu putea să-şi dea seama nici ce profit a obţinut Tyco *în trecut*. În 1999, după o revizie contabilă efectuată de Comisia de Valori Mobiliare şi Burse din SUA, Tyco a adăugat retroactiv cheltuieli de FUZIUNE de 257 de milioane $ la totalul cheltuielilor din 1998 – ceea ce înseamnă că respectivele costuri „irepetabile" s-au repetat de fapt în acel al. În acelaşi timp, compania şi-a reajustat cheltuielile raportate iniţial pentru 1999: cele de FUZIUNE au scăzut la 929 de milioane $, pe când cele de DETERIORARE au crescut la 507 milioane $.

Tyco îşi mărea în mod evident dimensiunea, dar oare îşi mărea şi rentabilitatea? Cineva din afară nu putea să-şi dea seama prea bine.

CONCLUZIE: în anul fiscal 2002, Tyco a pierdut 9,4 miliarde $. Acţiunile ei, care încheiaseră anul 2001 la 58,90 $, au terminat 2002 la valoarea de 17,08 $ – o pierdere de 71% în douăsprezece luni.[4]

UN PEŞTIŞOR ÎNGHITE O BALENĂ

Pe 10 ianuarie 2000, America Online Inc. şi Time Warner Inc. au anunţat că vor fuziona în urma unei tranzacţii care a fost evaluată iniţial la 156 de miliarde $.

La 31 decembrie 1999, AOL avea active de 10,3 miliarde $, iar încasările din ultimele 12 luni însumaseră 5,7 miliarde $. Pe de altă parte, Time Warner avea active de 51,2 miliarde $ şi încasări de 27,3

---

[4] În 2002, fostul manager general al companiei Tyco, L. Dennis Kozlowski, a fost acuzat de instanţele statale şi federale de fraudă fiscală şi folosire în interes propriu a capitalului firmei, inclusiv însuşirea a 15.000 $ pentru un suport de umbrele şi 6.000 $ pentru o perdea de duş. Kozlowski a negat toate acuzaţiile.

Scanned with OKEN Scanner

miliarde $. Time Warner era o companie mult mai mare din toate punctele de vedere, cu excepția unuia singur: valoarea acțiunilor. Pentru că America Online le lua ochii investitorilor prin simplul fapt că opera pe Internet, acțiunile ei se vindeau la un preț incredibil de 164 de ori mai mare decât profitul. Acțiunile Time Warner, care desfăşura activități diverse în domeniul televiziunii prin cablu, cinematografiei, producției muzicale şi publicațiilor, se vindeau la un preț de circa 50 de ori mai mare decât profitul.

Când au anunțat această tranzacție, cele două companii au numit-o „fuziune strategică între egali". Preşedintele Time Warner, Gerald M. Levin, a declarat că „posibilitățile sunt nelimitate pentru toți cei legați de AOL Time Warner" – mai ales, adăugă el, pentru acționari.

Încântați că acțiunile lor ar putea purta în sfârşit pecetea unei preferate a Internetului, acționarii Time Warner au aprobat tranzacția într-o proporție covârşitoare. Au ignorat însă câteva lucruri:

- Această „fuziune între egali" a avut menirea de a oferi acționarilor America Online controlul asupra a 55% din compania rezultată – chiar dacă Time Warner era de cinci ori mai mare.
- Pentru a doua oară în trei ani, Comisia de Valori Mobiliare şi Burse din SUA verifica dacă nu cumva America Online justificase în mod inadecvat costurile de marketing.
- Aproape jumătate din totalul activelor firmei America Online – în valoare de 4,9 miliarde $ – era alcătuită din „acțiuni disponibile pentru vânzare". Dacă prețurile acțiunilor cotate la bursă ale firmelor din domeniul tehnologiei de vârf ar scădea, valoarea companiei s-ar putea diminua drastic.

CONCLUZIE: pe 11 ianuarie 2001, cele două firme au finalizat fuziunea. AOL Time Warner Inc. a pierdut 4,9 miliarde $ în 2001, iar în 2002, alte 98,7 miliarde $ – cea mai mare pierdere înregistrată vreodată de o corporație. Majoritatea pierderilor s-au datorat reducerii valorii de inventar a activelor companiei America Online. La sfârşitul anului 2002, acționarii pentru care Levin anticipase posibilități „nelimitate" n-au avut de arătat decât o diminuare cu aproximativ 80% a valorii acțiunilor lor de la anunțarea tranzacției.[5]

[5] Dezvăluire: Jason Zweig este angajat al companiei Time Inc., fostă divizie a companiei Time Warner, în prezent filială a corporației AOL Time Warner Inc.

Scanned with OKEN Scanner

POȚI SĂ PICI LA EXAMEN INVESTIND ÎNTR-O GRĂDINIȚĂ?

Pe 20 mai 1999, eToys Inc. a vândut la bursă 8% din acțiuni. Patru dintre cele mai prestigioase agenții de investiții de pe Wall Street – Goldman Sachs & Co.; BancBoston Robertson Stephens; Donaldson, Lufkin & Jenrette; Merrill Lynch & Co. – au subscris 8.320.000 de acțiuni la prețul de 20 $ bucata, strângând 166,4 milioane $. Acțiunile au crescut brusc, încheind la 76,5625 $ – o creştere de 282,8% în prima zi de tranzacționare. La prețul respectiv, eToys (cu ale ei 102 milioane de acțiuni) avea o valoare de piață de 7,8 miliarde $.[6]

Ce au primit oare investitorii la acel preț? În anul anterior, vânzările eToys crescuseră cu 4.261%, numărul clienților sporind cu 75.000 numai în ultimul trimestru. Dar, în cele 20 de luni de existență, eToys realizase vânzări totale de 30,6 milioane $, pierderea rezultată din acestea fiind de 30,8 milioane $ – ceea ce înseamnă că firma cheltuia 2 $ ca să vândă jucării în valoare de 1 dolar.

În prospectul aferent IPO se mai arăta că eToys va folosi o parte din banii strânşi astfel pentru a cumpăra o altă firmă care opera pe Internet, Baby-Center Inc., care, în anul anterior, pierduse 4,5 milioane $ din vânzări de 4,8 milioane $. (Pentru a pune mâna pe acest premiu, eToys va plăti doar 205 milioane $.) În plus, eToys va „rezerva" 40,6 milioane de acțiuni ordinare pentru a le oferi în viitor managerilor săi. Deci, dacă firma realiza vreodată profit, acesta avea să fie împărțit nu la 102 milioane de acțiuni, ci la 143 de milioane – diminuând profitul viitor pe acțiune cu aproape o treime.

Rezultatele unei comparații între eToys şi Toys „R" Us Inc. – principalul ei rival – sunt şocante. În precedentele trei luni, Toys „R" Us obținuse un profit de 27 de milioane $ şi vânduse de 70 de ori mai

---

[6] Prospectul realizat de eToys avea o copertă pe care apărea o caricatură originală a lui Arthur, furnicarul-african, care demonstra într-o manieră comică faptul că va fi mult mai uşor să cumperi tot felul de nimicuri pentru copii de la eToys decât de la un magazin obişnuit de jucării. După cum le-a spus reprezentanților Associated Press analistul Gail Bronson de la IPO Monitor în ziua lansării ofertei de acțiuni e Toys, „în ultimul an, compania s-a dezvoltat într-un mod foarte, foarte inteligent, poziționându-se drept centru de interes al copiilor pe Internet". Apoi adăugă: „Secretul reuşitei unei IPO, mai ales a uneia realizate de o companie care operează pe Internet, îl reprezintă marketingul şi o bună politică de promovare a mărcii." Bronson a avut dreptate doar pe jumătate: acesta este secretul reuşitei unei IPO pentru compania emitentă şi băncile care o susțin. Din păcate, pentru investitori, secretul reuşitei unei IPO îl reprezintă profitul, ceea ce eToys nu avea.

Scanned with OKEN Scanner

multă marfă decât vânduse eToys în tot anul. Cu toate acestea, după cum se observă din figura 17-3, piața bursieră dădea companiei eToys o valoare cu aproape 2 miliarde $ *mai mare* decât cea a firmei Toys „R" Us.

CONCLUZIE: pe 7 martie 2001, eToys a intrat sub protecția legii falimentului după ce a înregistrat pierderi de peste 398 de milioane $ în scurta sa existență de companie cotată la bursă. Acțiunile sale, care, în octombrie 1999, au atins prețul maxim de 86 $ bucata, s-au vândut ultima oară cu numai un penny.

FIGURA 17-3. O poveste cu jucării

	eToys Inc. Anul fiscal încheiat la 31.03.1999	**Toys „R" Us Inc. Trimestrul fiscal încheiat la 1.05.1999**
Vânzări	30	2.166
Profit	(29)	27
Disponibilități	20	289
Total active	31	8.067
Valoarea de piață a acțiunilor ordinare (20.05.1999)	7.780	5.650

Toate sumele sunt exprimate în milioane de dolari.
Surse: documentele depuse de companii la SEC.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 18

Analiza comparativă a opt perechi de companii

În acest capitol vom încerca să aplicăm o nouă formă de expunere. Alegând opt perechi de companii care apar una lângă alta, sau aproape una lângă alta, pe lista cotațiilor bursiere, sperăm să prezentăm într-o manieră concretă și realistă diversele tipuri de întreprinderi din punctul de vedere al naturii, structurii financiare, politicilor, rezultatelor și neajunsurilor acestora, precum și diversele atitudini adoptate de investitori și speculatori pe scena financiară în ultimii ani. În fiecare caz, ne vom referi numai la acele aspecte care prezintă o semnificație și o importanță deosebită.

Perechea 1: Real Estate Investment Trust (magazine, birouri, fabrici etc.) și Realty Equities Corp. of New York (investiții imobiliare; lucrări de construcții cu caracter general)

În acest prim caz vom renunța la ordinea alfabetică folosită în cazul celorlalte perechi. Ea are o semnificație deosebită pentru noi, căci pare să sintetizeze, pe de o parte, tot ceea ce a fost rezonabil, stabil și în general valabil în metodele tradiționale de administrare a banilor altor persoane, spre deosebire de expansiunea imprudentă, malversațiunile și schimbările bruște care se regăsesc de atâtea ori în activitatea companiilor de azi – cum stau lucrurile și în cazul celeilalte companii. Cele două întreprinderi au denumiri similare, iar multă vreme au apărut una lângă alta pe lista Bursei Americane de Valori. Simbolurile lor de cotare – REI și REC – s-ar fi putut confunda foarte ușor. Una dintre ele este însă un trust serios din New England, administrat de trei societăți, cu vechime de aproape un secol, care a plătit dividende neîntrerupt din 1889. În tot acest răstimp a făcut numai investiții prudente, extinzându-se într-un ritm moderat și limitându-și datoriile la o sumă acceptabilă.*

---

* În aceste rânduri, Graham se referă la Real Estate Investment Trust, care a fost achiziționat de San Francisco Real Estate Investors în 1983 la prețul de

Cealaltă este o societate tipică din New York, axată pe o dezvoltare bruscă, valoarea activelor ei crescând în opt ani de la 6,2 milioane $ la 154 de milioane $, iar datoriile ei, într-o măsură asemănătoare; ea a renunțat la afacerile obișnuite din sectorul imobiliar și a cumpărat diverse societăți cu capital de risc, cum ar fi două piste de curse, 74 de cinematografe, trei agenții literare, o firmă de relații publice, hoteluri, supermagazine și 26% din acțiunile unei mari firme producătoare de cosmetice (care a dat faliment în 1970).* Acestui conglomerat de societăți cu capital de risc i-a corespuns o diversitate de instrumente financiare, cum ar fi următoarele:

1. Acțiuni privilegiate care dădeau dreptul la un dividend anual de 7 $, dar care aveau o valoare nominală de numai 1 $ și erau tratate ca o obligație în valoare de 1 $ pe acțiune.
2. O valoare statutară a acțiunilor ordinare de 2.500.000 $ (1 $ acțiunea), cu mult inferioară scăzământului de 5.500.000 $ reprezentând costul a 209.000 de acțiuni răscumpărate.
3. Trei serii de warante cu opțiuni de cumpărare a acțiunilor, care dădeau dreptul de a achiziționa în total 1.578.000 de acțiuni.
4. Cel puțin șase tipuri diferite de obligații de plată, sub formă de ipoteci, titluri de credit, efecte de comerț negociabile la bursă, polițe de achitat la bănci, „efecte de comerț, împrumuturi și contracte de plată", împrumuturi de achitat la Administrația Întreprinderilor Mici, în sumă totală de peste 100 de milioane $ în martie 1969. La acestea se adăugau obișnuitele impozite și datorii.

Vă vom prezenta mai întâi câteva date din 1960 despre cele două companii (tabelul 18-1A). Din acestea observăm că acțiunile Trustului aveau o valoare de piață de nouă ori mai mare decât valoarea totală a acțiunilor Equities. Prima societate avea o datorie relativă mai mică și

---

50 $ pe acțiune. Următorul paragraf se referă la Realty Equities Corp. of New York.

* Actorul Paul Newman a fost pentru scurtă vreme un acționar important al societății Realty Equities Corp. of New York, după ce a cumpărat în 1969 compania Kayos Inc., specializată în producția de filme.

Scanned with OKEN Scanner

un raport mai bun între profit şi venitul brut, însă preţul acţiunilor ordinare în raport cu profitul pe acţiune era mai mare.

TABELUL 18-1A. Perechea 1. Real Estate Investment Trust şi Realty Equities Corp. în 1960

	Real Estate Investment Trust ($)	*Realty Equities Corp. of New York ($)*
Venit brut	3.585.000	1.484.000
Profit	485.000	150.000
Profit pe acţiune	0,66	0,47
Dividend pe acţiune	nu	0,10
Valoare contabilă pe acţiune	20	4
Variaţia preţului	20-12	$5^3/_8$-4¾
Total active	22.700.000	6.200.00
Total pasive	7.400.000	5.000.000
Valoarea contabilă a acţiunilor ordinare	15.300.000	1.200.000
Valoarea medie de piaţă a acţiunilor ordinare	12.200.000	1.360.000

În tabelul 18-1B prezentăm situaţia existentă după circa opt ani. Trustul „şi-a urmat neabătut drumul silenţios", mărindu-şi atât veniturile, cât şi profitul pe acţiune cu aproape trei sferturi.* Realty Equities se metamorfozase însă în ceva monstruos şi vulnerabil.

Cum a reacţionat comunitatea financiară la aceste evoluţii diferite? Acordând cât mai puţină atenţie Trustului şi foarte multă societăţii Realty Equities. În 1968, preţul acţiunilor celei din urmă au urcat de la 10 la 37¾, iar cel al warantelor cotate, de la 6 la 36½, în condiţiile în care s-au vândut în total 2.420.000 de acţiuni. În tot acest timp, acţiunile Trustului au crescut încet de la 20 la 30¼, în condiţiile unui volum modest. Bilanţul din martie 1969 al societăţii Equities avea să arate o valoare a activelor de numai 3,41 $ pe acţiune, adică mai puţin de o zecime din preţul maxim înregistrat în anul respectiv. Valoarea contabilă a acţiunilor Trustului era de 20,85 $.

* Graham, un avid cititor de poezie, citează din „Elegie scrisă într-un cimitir de ţară", de Thomas Gray.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-1B. Perechea 1

	Real Estate Investment Trust	*Realty Equities Corp. of New York*
Preţul la 31 decembrie 1968	26½	32½
Număr de acţiuni ordinare	1.423.000	2.311.000 (martie '69)
Valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare	37.800.000 $	75.000.000 $
Valoarea estimativă de piaţă a warantelor	–	30.000.000 $[a]
Valoarea estimativă de piaţă a acţiunilor ordinare şi a warantelor	–	105.000.000 $
Datorii	9.600.000 $	100.800.000 $
Acţiuni privilegiate	–	2.900.000
Capitalizare totală	47.400.000 $	208.700.000 $
Valoarea unitară de piaţă a acţiunilor ordinare, ajustată cu valoarea warantelor	–	45 $ (est.)
Valoarea contabilă pe acţiune	20,85 $ (nov.) Noiembrie 1968	3,41 $ Martie 1969
Venit	6.281.000 $	39.706.000 $
Sumă netă pentru dobândă	2.696.000 $	11.182.000 $
Cheltuieli cu plata dobânzilor	590.000 $	6.684.000 $
Impozit pe venit	58.000 $[b]	2.401.000 $
Dividend pentru acţiunile privilegiate		174.000 $
Sumă netă pentru acţiunile ordinare	2.048.000 $	1.943.000 $
Cheltuieli speciale	245.000 $ cr.	1.896.000 $ dr.
Sumă finală netă pentru acţiunile ordinare	2.293.000 $	47.000 $
Profit pe acţiune înainte de scăderea cheltuielilor speciale	1,28 $	1,00 $
Profit pe acţiune după scăderea cheltuielilor speciale	1,45 $	0,20 $
Dividend la acţiunile ordinare	1,20 $	0,30 $
Raportul profit-cheltuieli cu plata dobânzii	4,6	1,8

[a] Au fost emise warante care dădeau dreptul la cumpărarea a cel puţin 1.600.000 de acţiuni la diverse preţuri. O emisiune cotată se vindea la 30½ pe warant.

[b] Ca trust imobiliar, această societate n-a trebuit să plătească impozit federal pe venit în 1968.

Scanned with OKEN Scanner

În anul următor a devenit evident faptul că situația lui Equities nu arată deloc bine, iar prețul a scăzut la 9½. În momentul în care a apărut raportul pentru luna martie 1970, acționarii trebuie să fi fost șocați când au citit că societatea a înregistrat o pierdere de 13.200.000 $, adică de 5,17 $ pe acțiune – ștergând practic subțirele capital care le aparținea. (Această cifră dezastruoasă includea o rezervă de 8.800.000 $ pentru viitoarele pierderi din investițiile de capital.) Cu toate acestea, directorii au declarat plini de curaj (?) un dividend suplimentar de 5 cenți imediat după încheierea anului fiscal. Însă alte probleme aveau să atragă atenția. Auditorii companiei au refuzat să certifice situațiile financiare pentru perioada 1969-1970, iar Bursa Americană de Valori a suspendat de la tranzacționare acțiunile societății. Pe piața extrabursieră, prețul de cumpărare a scăzut sub 2 $ pe acțiune.*

Prețul acțiunilor Real Estate Investment Trust a înregistrat fluctuații tipice după 1969. Minimul în 1970 a fost de 16½, la începutul lui 1971 înregistrându-se o revenire la 26⅝. Ultimul profit raportat a fost de 1,50 $ pe acțiune, titlurile vânzându-se la un preț cu puțin mai mare decât valoarea lor contabilă din 1970, de 21,60 $. Se poate ca, la maximul-record din 1968, emisiunea să fi fost supraevaluată, însă administratorii trustului au servit cu onestitate și eficacitate interesele acționarilor. Povestea societății Real Estate Equities este una diferită și tristă.

Perechea 2: Air Products and Chemicals (gaze folosite în industrie și medicină etc.) și Air Reduction Co. (gaze și echipamente industriale; produse chimice)

Aceste două companii se aseamănă atât ca nume, cât și ca obiect de activitate mai mult chiar decât cele care au alcătuit prima pereche. Comparația pe care urmează s-o facem este astfel una obișnuită în analiza valorilor mobiliare, în vreme ce majoritatea celorlalte perechi

---

* Realty Equities a fost eliminată de pe lista de cotații a Bursei Americane de Valori în septembrie 1973. În 1974, Comisia de Valori Mobiliare și Burse din SUA i-a dat în judecată pe contabilii societății, acuzându-i de fraudă. Fondatorul Realty Equities, Morris Karp, a pledat ulterior vinovat de furt de mare valoare. În 1974-1975, supraîndatorarea pe care Graham o critică a declanșat o criză financiară în rândul unor bănci importante, precum Chase Manhattan, care au acordat împrumuturi masive celor mai agresive trusturi imobiliare.

Scanned with OKEN Scanner

au un caracter mai heteroclit.* Products este o companie mai tânără decât Reduction, iar în 1969 avea mai puțin de jumătate din volumul celeilalte.† Cu toate acestea, emisiunile ei de acțiuni s-au vândut la un preț total mai mare cu 25% decât cel al acțiunilor Air Reduction. După cum se observă din tabelul 18-2, cauza se poate găsi atât în profitabilitatea superioară a companiei Air Reduction, cât și în ritmul mai susținut de creștere înregistrat de-a lungul timpului. Găsim aici consecințele tipice ale unor performanțe superioare din punctul de vedere al „calității". Ultimul raport preț-profit în cazul acțiunilor Air Products era de 16½, față de numai 9,1 în cazul Air Reduction. De asemenea, prețul acțiunilor Air Products era cu mult mai mare decât valoarea activelor pe acțiune, în vreme ce acțiunile Air Reduction puteau fi cumpărate la un preț echivalent cu numai 75% din valoarea contabilă a acestora.‡ Air Reduction plătea un dividend mai generos; se poate considera însă că acest lucru reflectă dorința mai mare a celor de la Air Products de a păstra profiturile. De asemenea, Air Reduction avea o situație mai liniștitoare din punctul de vedere al fondului de rulment. (La acest capitol putem remarca faptul că o companie profitabilă își poate îmbunătăți întotdeauna randamentul curent apelând la o formă de finanțare permanentă. După aprecierile noastre însă, Air Products emisese prea multe obligațiuni.)

Dacă analistului i s-ar cere să aleagă între cele două companii, nu i-ar fi greu să ajungă la concluzia că perspectivele companiei Air Products arătau mai bine decât cele ale companiei Air Reduction. Dar oare acest lucru făcea ca Air Products să fie mai atrăgătoare, în condițiile în care prețul său relativ era considerabil mai mare? Nu suntem siguri că la această întrebare se poate da un răspuns hotărât. În general, în procesul de analiză, comunitatea financiară pune „calitatea" mai presus de „cantitate" și probabil că majoritatea analiștilor de valori mobiliare ar opta pentru acțiunile Air Products, „mai bune", dar mai scumpe, nu pentru acțiunile Air Reduction, „mai slabe", dar mai

---

* „Heteroclit" este un termen tehnic din greaca veche, pe care Graham îl folosește cu sensul de „anormal" sau „neobișnuit".

† Prin „volum", Graham se referă la vânzări sau încasări – cifra totală de afaceri a fiecărei companii.

‡ „Valoarea activelor pe acțiune" și valoarea contabilă sunt același lucru. Din tabelul 18-2, raportul dintre preț și valoarea activelor sau valoarea contabilă pe acțiune se poate calcula împărțind primul rând („Prețul la 31 decembrie 1969") la „Valoarea contabilă pe acțiune".

Scanned with OKEN Scanner

au un caracter mai heteroclit.* Products este o companie mai tânără decât Reduction, iar în 1969 avea mai puțin de jumătate din volumul celeilalte.† Cu toate acestea, emisiunile ei de acțiuni s-au vândut la un preț total mai mare cu 25% decât cel al acțiunilor Air Reduction. După cum se observă din tabelul 18-2, cauza se poate găsi atât în profitabilitatea superioară a companiei Air Reduction, cât și în ritmul mai susținut de creștere înregistrat de-a lungul timpului. Găsim aici consecințele tipice ale unor performanțe superioare din punctul de vedere al „calității". Ultimul raport preț-profit în cazul acțiunilor Air Products era de 16½, față de numai 9,1 în cazul Air Reduction. De asemenea, prețul acțiunilor Air Products era cu mult mai mare decât valoarea activelor pe acțiune, în vreme ce acțiunile Air Reduction puteau fi cumpărate la un preț echivalent cu numai 75% din valoarea contabilă a acestora.‡ Air Reduction plătea un dividend mai generos; se poate considera însă că acest lucru reflectă dorința mai mare a celor de la Air Products de a păstra profiturile. De asemenea, Air Reduction avea o situație mai liniștitoare din punctul de vedere al fondului de rulment. (La acest capitol putem remarca faptul că o companie profitabilă își poate îmbunătăți întotdeauna randamentul curent apelând la o formă de finanțare permanentă. După aprecierile noastre însă, Air Products emisese prea multe obligațiuni.)

Dacă analistului i s-ar cere să aleagă între cele două companii, nu i-ar fi greu să ajungă la concluzia că perspectivele companiei Air Products arătau mai bine decât cele ale companiei Air Reduction. Dar oare acest lucru făcea ca Air Products să fie mai atrăgătoare, în condițiile în care prețul său relativ era considerabil mai mare? Nu suntem siguri că la această întrebare se poate da un răspuns hotărât. În general, în procesul de analiză, comunitatea financiară pune „calitatea" mai presus de „cantitate" și probabil că majoritatea analiștilor de valori mobiliare ar opta pentru acțiunile Air Products, „mai bune", dar mai scumpe, nu pentru acțiunile Air Reduction, „mai slabe", dar mai

---

* „Heteroclit" este un termen tehnic din greaca veche, pe care Graham îl folosește cu sensul de „anormal" sau „neobișnuit".

† Prin „volum", Graham se referă la vânzări sau încasări – cifra totală de afaceri a fiecărei companii.

‡ „Valoarea activelor pe acțiune" și valoarea contabilă sunt același lucru. Din tabelul 18-2, raportul dintre preț și valoarea activelor sau valoarea contabilă pe acțiune se poate calcula împărțind primul rând („Prețul la 31 decembrie 1969") la „Valoarea contabilă pe acțiune".

Scanned with OKEN Scanner

ieftine. Rezultatul aceste alegeri are şanse să depindă mai mult de viitorul imprevizibil decât de vreun principiu demonstrabil al investiţiilor. În acest caz, Air Reduction pare să aparţină categoriei de companii importante cu un multiplicator mic. Dacă, aşa cum ar părea să indice studiile la care am făcut referire mai înainte,* acţiunile din

TABELUL 18-2. Perechea 2

	Air Products & Chemicals, 1969	*Air Reduction, 1969*
Preţul la 31 decembrie 1969	39½	16 3/8
Număr de acţiuni ordinare	5.832.000[a]	11.279.000
Valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare	231.000.000 $	185.000.000 $
Datorii	113.000.000 $	179.000.000 $
Capitalizare totală la preţul pieţei	344.000.000 $	364.000.000 $
Valoarea contabilă pe acţiune	22,89 $	21,91 $
Vânzări	221.500.000 $	487.600.000 $
Profit	13.639.000 $	20.326.000 $
Profit pe acţiune, 1969	2,40 $	1,80 $
Profit pe acţiune, 1964	1,51 $	1,51 $
Profit pe acţiune 1959	0,52 $	1,95 $
Dividend curent	0,20 $	0,80 $
Dividende plătite continuu din	1954	1917
Raporturi:		
Preţ-profit	16,5	9,1
Preţ-valoare contabilă	165%	75%
Randamentul dividendului	0,5%	4,9%
Profit-vânzări	6,2%	4,25%
Profit-valoare contabilă	11,0%	8,2%
Active curente-pasive curente	1,53	3,77
Fond de rulment-datorii	0,32	0,85
Creşterea profitului pe acţiune		
1969 faţă de 1964	+59%	+19%
1964 faţă de 1959	+362%	scădere

[a] Luând în considerare conversia acţiunilor privilegiate.

* Graham se referă la analiza dedicată de el acţiunilor cu un bun raport calitate-preţ, pe care o face în capitolul 15 (a se vedea p. 406). De când Graham a realizat aceste studii, o mulţime de lucrări academice au confirmat faptul că acţiunile respective dau, pe termen lung, rezultate mai bune decât acţiunile în creştere. (Multe dintre cele mai bune studii efectuate în ultima vreme în domeniul finanţelor confirmă pur şi simplu în mod independent ceea ce Graham a demonstrat cu decenii în urmă.) A se vedea, de pildă, James L. Davis, Eugene F. Fama şi Kenneth R. French, „Characteristics, Covariances, and Average Returns: 1929-1997", la http://papers.ssrn.com.

Scanned with OKEN Scanner

această categorie *în ansamblul lor* au şanse să producă o impresie mai bună decât cele cu multiplicator ridicat, atunci ar fi logic ca Air Reduction să fie cea preferată – dar numai ca parte a unui portofoliu diversificat. (De asemenea, un studiu amănunţit al fiecărei companii l-ar putea duce pe analist la o concluzie contrară; aceasta însă ar trebui să se datoreze unor motive diferite de cele deja reflectate de rezultatele din trecut.)

CONTINUAREA: Air Products a stat mai bine decât Air Reduction la începutul lui 1970, înregistrând un declin de 16%, faţă de 24%. Reduction a avut însă o revenire mai puternică la începutul lui 1971, crescând cu 50% faţă de nivelul cu care a încheiat anul 1969, comparativ cu 30% cât a înregistrat Air Products. În acest caz, acţiunile cu multiplicator scăzut au ieşit în avantaj – cel puţin la momentul respectiv.*

Perechea 3: American Home Products Co. (medicamente, cosmetice, produse de uz gospodăresc, dulciuri) şi American Hospital Supply Co. (distribuitor şi producător de materiale şi echipamente pentru spitale)

Acestea erau două dintre companiile cu „fonduri de comerţ în valoare de miliarde de dolari" de la sfârşitul lui 1969, care reprezentau segmente diferite ale extrem de profitabilei şi foarte dinamicei „industrii a sănătăţii". Noi le vom denumi „Home" şi „Hospital". Datele selectate cu privire la ele sunt prezentate în tabelul 18-3. Companiile respective aveau în comun următoarele aspecte favorabile: un ritm excelent de creştere, fără reculuri din 1958 (adică o stabilitate a profitului de 100%); o situaţie financiară solidă. Până la sfârşitul lui 1969, ritmul de creştere al companiei Hospital a fost mult mai mare decât cel al companiei Home. Pe de altă parte, Home a beneficiat de o profitabilitate superioară atât a vânzărilor, cât şi a capitalului.† (De

---

* Air Products and Chemicals Inc. există şi astăzi ca firmă cotată la bursă, acţiunile ei fiind incluse în coşul Standard & Poor's 500. Air Reduction Co. a devenit proprietate a BOC Group (cunoscut pe atunci sub denumirea de British Oxygen) în 1978.

† Puteţi afla profitabilitatea, exprimată ca randament al vânzărilor şi ca randament al capitalului, de la rubrica „Raporturi" din tabelul 18-3. „Profit net-vânzări" exprimă randamentul vânzărilor, iar „Profit-valoare contabilă" exprimă randamentul capitalului.

Scanned with OKEN Scanner

fapt, raportul relativ scăzut existent în 1969 între profitul companiei Hospital şi capitalul acesteia – doar 9,7% – ridică interesanta întrebare dacă aceasta era la acea oră într-adevăr o companie profitabilă, în ciuda remarcabilului ritm de creştere înregistrat în trecut de vânzările şi profitul ei.)

TABELUL 18-3. Perechea 3

	American Home Products, 1969	*American Hospital Supply, 1969*
Preţul la 31 decembrie 1969	72	$45^{1}/_{8}$
Număr de acţiuni ordinare	52.300.000	33.600.000
Valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare	3.800.000.000 $	1.516.000.000 $
Datorii	11.000.000 $	18.000.000 $
Capitalizare totală la preţul pieţei	3.811.000.000 $	1.534.000.000 $
Valoarea contabilă pe acţiune	5,73 $	7,84 $
Vânzări	1.193.000.000 $	446.000.000 $
Profit	123.300.000 $	25.00.000 $
Profit pe acţiune, 1969	2,32 $	0,77 $
Profit pe acţiune, 1964	1,37 $	0,31 $
Profit pe acţiune 1959	0,92 $	0,15 $
Dividend curent	1,40 $	0,24 $
Dividende plătite continuu din	1919	1947
Raporturi:		
Preţ-profit	31,0	58,5
Preţ-valoare contabilă	1250%	575%
Randamentul dividendului	1,9%	0,55%
Profit-vânzări	10,7%	5,6%
Profit-valoare contabilă	41,0%	9,5%
Active curente-pasive curente	2,6	4,5
Creşterea profitului pe acţiune		
1969 faţă de 1964	+75%	+142%
1964 faţă de 1959	+161%	+405%

Dacă se ia în consideraţie preţul comparativ, Home oferea un câştig mult mai mare din punctul de vedere al profitului şi dividendului curent (sau trecut). Valoarea contabilă foarte mică a acţiunilor Home ilustrează o ambiguitate sau o contradicţie fundamentală existentă în analiza acţiunilor ordinare. Pe de o parte, ea lasă să se înţeleagă faptul că firma obţine un randament ridicat al capitalului –

Scanned with OKEN Scanner

ceea ce, în general, este un semn de forță și prosperitate. Pe de altă parte, lasă să se înțeleagă faptul că o persoană care ar investi la prețul curent ar fi deosebit de vulnerabilă la orice evoluție nefavorabilă a profitului companiei. Cum acțiunile Hospital se vindeau la un preț de patru ori mai mare ca valoarea lor contabilă în 1969, această observație cu rol preventiv este valabilă pentru ambele companii.

CONCLUZII: noi suntem în mod clar de părere că ambele companii erau prea „bogate" la prețurile curente ale acțiunilor lor pentru a fi luate în considerare de investitorul care se hotărăşte să aplice principiile noastre cu privire la o selecție prudentă a plasamentelor. Aceasta nu înseamnă că firmele nu aveau perspective promițătoare. Dimpotrivă, problema este că prețul acțiunilor lor conținea prea multe „promisiuni" şi prea puține rezultate efective. În cazul celor două întreprinderi, prețul din 1969 reflecta valoarea de aproape 5 miliarde $ a fondului de comerț. Câți ani ar trebui să se obțină un profit foarte bun pentru ca acel factor reprezentat de fondul de comerț să se „realizeze" sub forma dividendelor sau a activelor tangibile?

CONTINUAREA IMEDIATĂ: La sfârşitul lui 1969, investitorii de pe piață aveau în mod evident o părere mai bună despre potențialul companiei Hospital decât despre cel al companiei Home, căci prima avea un multiplicator aproape dublu față de ultima. S-a întâmplat că acțiunile preferate au înregistrat un *declin* microscopic din punctul de vedere al profitului în 1970, în vreme ce acțiunile Home au produs un câştig respectabil de 8%. Această dezamăgire de un singur an a avut o influență semnificativă asupra prețului de piață al acțiunilor Hospital. În februarie 1971, ele s-au vândut cu 32 – o scădere de aproape 30% față de nivelul cu care au încheiat anul 1969 – în timp ce acțiunile Home au fost cotate la un preț puțin mai mare față de nivelul din aceeaşi perioadă.*

* În prezent, compania American Home Products se numeşte Wyeth; acțiunile ei sunt incluse în coşul bursier Standard & Poor's 500. American Hospital Supply Co. a fost cumpărată de Baxter Healthcare Corp. în 1985.

Scanned with OKEN Scanner

Perechea 4: H & R Block Inc. (servicii de consultanţă fiscală) şi Blue Bell Inc. (producători de haine de lucru, uniforme etc.)

Aceste companii fac parte din categoria celor relativ nou-admise la Bursa de Valori New York, poveştile cu privire la succesul lor fiind foarte diferite una de alta. Blue Bell s-a străduit din răsputeri să se impună într-o industrie foarte competitivă, în care, până la urmă, a devenit firma cea mai importantă. Profitul ei a fluctuat întrucâtva în funcţie de condiţiile existente în domeniul său de activitate, dar ritmul de creştere înregistrat din 1965 a fost unul impresionant. Firma a început să funcţioneze din 1916, plătind neîncetat dividende din 1923. La sfârşitul lui 1969, piaţa bursieră nu era atrasă de acţiunile ei, care aveau un raport preţ-profit de numai 11, faţă de aproximativ 17, în cazul coşului compozit S & P.

În schimb, ascensiunea companiei H & R Block a fost una meteorică. Primele informaţii date publicităţii cu privire la activitatea ei datează doar din 1961, an în care a obţinut un profit de 83.000 $ din încasări de 610.000 $. Opt ani mai târziu însă, la data la care facem această comparaţie, încasările ei au crescut spectaculos la 53,6 milioane $, iar profitul, la 6,3 milioane $. În acel moment, atitudinea investitorilor faţă de această companie cu performanţe deosebite părea pur şi simplu plină de extaz. Preţul de 55 cu care a încheiat anul 1969 era de peste 100 de ori mai mare decât profitul raportat pentru ultimele 12 luni – care, bineînţeles, era cel mai mare înregistrat până atunci. Valoarea totală de piaţă, de 300 de milioane $, a acţiunilor emise era de aproape 30 de ori mai mare decât valoarea activelor tangibile pe care se bazau acestea.* Era ceva aproape nemaiîntâlnit în analele evaluărilor bursiere serioase. (La vremea respectivă, acţiunile IBM se vindeau la un preţ de circa 9 ori mai mare, iar cele ale firmei Xerox la un preţ de 11 ori mai mare decât valoarea lor contabilă.)

---

* Valoarea „de aproape 30 de ori mai mare" este reflectată de procentajul de 2920 de la rubrica „Preţ-valoare contabilă" din secţiunea „Raporturi" a tabelului 18-4. Graham ar fi dat din cap surprins la sfârşitul lui 1999 şi începutul lui 2000, când acţiunile multor companii din domeniul tehnologiei de vârf aveau o valoare de sute de ori mai mare decât cea a activelor proprii (a se vedea comentariul la acest capitol). Asta fiindcă veni vorba despre „ceva aproape nemaiîntâlnit în analele evaluărilor bursiere serioase"! H & R Block continuă să fie cotată la bursă, în vreme ce Blue Bell a fost cumpărată de un investitor privat în 1984 contra sumei de 47,50 $ pe acţiune.

Scanned with OKEN Scanner

Tabelul 18-4 prezintă în mărimi absolute şi relative extraordinara discrepanţă existentă între valorile companiilor Block şi Blue Bell. Este adevărat că, în cazul lui Block, raportul profit-capital era de două ori mai mare, iar creşterea procentuală a profitului din ultimii cinci ani (care, la început, a fost practic egal cu zero) era mult mai mare. Dar, ca societate pe acţiuni, Blue Bell nu avea nici o treime din valoarea totală a lui Block, deşi avea o cifră de afaceri de patru ori mai mare, un profit pe acţiune de două ori şi jumătate mai mare, o valoare a investiţiilor tangibile de cinci ori şi jumătate mai mare şi un randament al dividendelor de nouă ori mai mare.

TABELUL 18-4. Perechea 4

	H & R Block, 1969	*Blue Bell, 1969*
Preţul la 31 decembrie 1969	55	49¾
Număr de acţiuni ordinare	5.426.000	1.802.000[a]
Valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare	298.000.000 $	89.500.000 $
Datorii	–	17.500.000 $
Capitalizare totală la preţul pieţei	298.000.000 $	107.000.000 $
Valoarea contabilă pe acţiune	1,89 $	34,54 $
Vânzări	53.600.000 $	202.700.000 $
Profit	6.380.000 $	7.920.000 $
Profit pe acţiune, 1969	0,51 $ (octombrie)	4,47 $
Profit pe acţiune, 1964	0,07 $	2,64 $
Profit pe acţiune 1959	–	1,80 $
Dividend curent	0,24 $	1,80 $
Dividende plătite continuu din	1962	1923
Raporturi:		
Preţ-profit	108,0	11,2
Preţ-valoare contabilă	2920%	142%
Randamentul dividendului	0,4%	3,6%
Profit-vânzări	11,9%	3,9%
Profit-valoare contabilă	27,0%	12,8%
Active curente-pasive curente	3,2	2,4
Fond de rulment-datorii	fără datorii	3,75
Creşterea profitului pe acţiune		
1969 faţă de 1964	+630%	+68%
1964 faţă de 1959	–	+148%

[a] Luând în considerare conversia acţiunilor privilegiate.

Scanned with OKEN Scanner

CONCLUZII BAZATE PE DATELE PREZENTATE: un analist experimentat ar fi recunoscut că Block se află într-o perioadă de mare avânt, cu perspective excelente de expansiune în viitor. Ar fi avut, poate, unele rezerve în legătură cu pericolele existenței unei concurențe serioase în domeniul serviciilor fiscale, atrase de randamentul mare al capitalului obținut de Block.[1] Conștient însă de succesul prelungit de care se bucură companii remarcabile ca Avon Products în domenii foarte competitive, el ar fi ezitat să prognozeze o plafonare rapidă a expansiunii firmei Block. Principala lui preocupare ar fi fost pur și simplu aceea de a afla dacă valoarea de 300 de milioane $ pe care compania o avea la bursă nu era deja destul de mare și chiar prea mare pentru potențialul real al acestei excelente afaceri. În schimb, analistului nu i-ar fi fost greu să recomande Blue Bell ca o companie bună, cu o valoare destul de moderată.

CONTINUAREA DIN MARTIE 1971. Panica din 1970 a tăiat un sfert din prețul acțiunilor Blue Bell și aproape o treime din cel al acțiunilor Block. Amândouă au cunoscut după aceea extraordinara revenire pe care a cunoscut-o piața în ansamblu. Prețul acțiunilor Block a crescut la 75 în februarie 1971, în vreme ce acțiunile Blue Bell au crescut mult mai mult – la un preț echivalent de 109 (după o scindare în raportul de trei la doi). În mod evident, acțiunile Blue Bell s-au dovedit a fi o investiție mai bună decât acțiunile Block la sfârșitul lui 1969. Însă faptul că acestea din urmă au reușit să crească cu vreo 35% de la acea valoare aparent umflată arată cât de prudenți trebuie să fie analiștii și investitorii pentru a vinde fără acoperire – fie cu vorba, fie cu fapta – acțiunile unor companii bune, indiferent cât de mare poate părea cotația acestora.*

---

* Graham le atrage cititorilor atenția asupra unei forme de „eroare a parierului", investitorii crezând că prețul unei acțiuni supraevaluate trebuie să scadă doar pentru că aceasta este supraevaluată. Așa cum nu sunt șanse mai mari ca o monedă să arate cap după ce a arătat pajură de nouă ori la rând, tot așa o acțiune (sau o piață bursieră!) supraevaluată poate rămâne astfel o perioadă surprinzător de lungă. Din această cauză, este prea riscant ca muritorii de rând să vândă fără acoperire sau să mizeze pe scăderea cursului.

Scanned with OKEN Scanner

Perechea 5: International Flavors & Fragrances (arome etc. pentru alte întreprinderi) şi International Harvester Co. (producător de camioane, utilaje agricole, utilaje pentru construcţii)

Această comparaţie ar trebui să surprindă din mai multe puncte de vedere. Toată lumea ştie de International Harvester, una dintre cele 30 de mari companii care formează coşul Dow Jones Industrial Average.* Câţi dintre cititorii noştri au auzit măcar de International Flavors & Fragrances, aflată imediat lângă firma Harvester pe lista Bursei de Valori New York? Cu toate acestea, *mirabile dictu*, IFF avea de fapt la sfârşitul lui 1969 o valoare totală de piaţă mai mare decât cea a companiei Harvester – 747 de milioane $, faţă de 710 milioane $. Acest lucru este cu atât mai extraordinar când te gândeşti că Harvester avea un capital propriu de 17 ori mai mare decât cel al firmei Flavors şi vânzări anuale de 27 de ori mai mari ca ale acesteia. De fapt, cu numai trei ani înainte, *profitul net* al companiei Harvester fusese mai mare decât *vânzările* din 1969 ale firmei Flavors! Ce s-a întâmplat cu aceste discrepanţe? Răspunsul constă în două cuvinte magice: profitabilitate şi expansiune. Flavors a înregistrat rezultate remarcabile la ambele capitole, în vreme ce rezultatele Harvester au lăsat de dorit din toate punctele de vedere.

Povestea este redată în tabelul 18-5. Aici constatăm că Flavors a obţinut un profit senzaţional de 14,3% din vânzări (înainte de scăderea impozitului pe profit, cifra era de 23%), comparativ cu doar 2,6% în cazul Harvester. De asemenea, Flavors avea un raport profit-capital propriu de 19,7%, faţă de un inadecvat 5,5%, cât avea Harvester. În cinci ani, profitul net al companiei Flavors aproape că s-a dublat, pe când cel al lui Harvester practic nu s-a modificat. Aceste diferenţe între rezultate au dat naştere unei divergenţe tipice pentru piaţa bursieră în ceea ce priveşte evaluarea. Acţiunile Flavors s-au vândut în 1969 la un preţ de 55 de ori mai mare decât ultimul profit raportat, iar

---

* International Harvester a fost succesoarea companiei McCormick Harvesting Machine Co., producătoarea secerătorii McCormick ccare a contribuit la transformarea statelor din Midwest în „grânarul lumii". International Harvester a trecut însă prin greutăţi în anii 1970, iar în 1985 a vândut companiei Tenneco producţia de utilaje agricole. După ce şi-a schimbat numele în Navistar, noua companie a fost exclusă din coşul Dow în 1991 (deşi rămâne în continuare în compoziţia coşului S & P 500). International Flavors & Fragrances, şi ea o componentă a coşului S & P 500, avea la începutul lui 2003 o valoare totală de piaţă de 3 miliarde $, faţă de 1,6 miliarde $, cât avea Navistar.

Scanned with OKEN Scanner

acțiunile Harvester, la un preț de numai 10,7 ori mai mare. Drept urmare, valoarea de piață a companiei Flavors era de 10,4 ori mai mare ca valoarea ei contabilă, pe când cea a lui Harvester era cu 41% *mai mică* decât valoarea capitalului propriu.

TABELUL 18-5. Perechea 5

	International Flavors & Fragrances, 1969	*International Harvester, 1969*
Prețul la 31 decembrie 1969	65½	24¾
Număr de acțiuni ordinare	11.400.000	27.329.000
Valoarea de piață a acțiunilor ordinare	747.000.000 $	710.000.000 $
Datorii	4.000.000 $	313.000.000 $
Capitalizare totală la prețul pieței	751.000.000 $	1.023.000.000 $
Valoarea contabilă pe acțiune	6,29 $	41,70 $
Vânzări	94.200.000 $	2.652.000.000 $
Profit	13.540.000 $	63.800.000 $
Profit pe acțiune, 1969	1,19 $	2,30 $
Profit pe acțiune, 1964	0,62 $	3,39 $
Profit pe acțiune 1959	0,28 $	2,83 $
Dividend curent	0,50 $	1,80 $
Dividende plătite continuu din	1956	1910
Raporturi:		
Preț-profit	55,0	10,7
Preț-valoare contabilă	1050%	59%
Randamentul dividendului	0,9%	7,3%
Profit-vânzări	14,3%	2,6%
Profit-valoare contabilă	19,7%	5,5%
Active curente-pasive curente	3,7	2,0
Fond de rulment-datorii	mare	1,7
Profit-dobândă	–	(cu impozit) 3,9
Creșterea profitului pe acțiune		
1969 față de 1964	+93%	+9%
1964 față de 1959	+326%	+39%

COMENTARIU ȘI CONCLUZII: primul lucru de remarcat este acela că succesul înregistrat pe piața bursieră de acțiunile Flavors s-a datorat în totalitate expansiunii afacerii sale de bază, nefiind vorba despre nicio mașinațiune a companiei, niciun program de achiziții, nicio capitalizare dezechilibrată și nicio altă practică folosită în mod

Scanned with OKEN Scanner

obişnuit pe Wall Street în ultimii ani. Compania şi-a văzut de treaba ei extrem de profitabilă şi asta este practic toată povestea. Rezultatele companiei Harvester ridică cu totul alte întrebări, dar nici acestea n-au vreo legătură cu „tranzacţiile financiare de mare anvergură". De ce oare atât de multe companii performante au devenit relativ neprofitabile chiar şi pe parcursul unei lungi perioade de prosperitate generală? Ce folos că întreprinderea are o cifră de afaceri de peste 2,5 miliarde $, dacă nu poate obţine un profit care să justifice investiţia făcută de acţionari? Nu noi trebuie să găsim soluţia la această problemă. Subliniem însă că nu numai conducerea, ci şi acţionarii obişnuiţi ar trebui să fie conştienţi de faptul că problema există şi că rezolvarea ei necesită o inteligenţă şi un efort deosebit.* În ceea ce priveşte selecţia acţiunilor ordinare, niciuna dintre emisiuni n-ar fi îndeplinit criteriile noastre referitoare la soliditatea financiară, atractivitate şi preţul moderat. Flavors era o companie care se bucura de un succes deosebit, care era supraevaluată; rezultatele lui Harvester erau prea mediocre pentru a atrage în mod real atenţia, chiar şi la un preţ inferior. (Fără îndoială că se găseau acţiuni mai bune la un preţ rezonabil.)

CONTINUAREA DIN 1971: preţul mic al acţiunilor sale de la sfârşitul lui 1969 a protejat compania Harvester de un alt declin substanţial produs în perioada nefericită de început a anului 1970. Atunci a pierdut numai încă 10%. Acţiunile Flavors s-au dovedit a fi mai vulnerabile şi au scăzut la 45 – o pierdere de 30%. În perioada de avânt care a urmat, preţurile ambelor emisiuni au urcat cu mult peste nivelul la care au încheiat anul 1969, însă acţiunile Harvester au scăzut din nou la 25.

---

* Pentru mai multe consideraţii ale lui Graham cu privire la activismul acţionarilor, a se vedea comentariul la capitolul 19. Criticând firma Harvester pentru refuzul său de a maximiza câştigul acţionarilor, Graham a anticipat în mod straniu comportamentul viitoarei conduceri a acesteia. În 2001, majoritatea acţionarilor a votat pentru eliminarea restricţiilor impuse de firma Navistar în cazul ofertelor de preluare venite din partea altor firme – însă consiliul de administraţie a refuzat pur şi simplu să îndeplinească dorinţele acţionarilor. Este remarcabil faptul că în tradiţia unor companii poate persista vreme de câteva decenii o tendinţă antidemocratică.

Scanned with OKEN Scanner

Perechea 6: McGraw Edison (utilităţi publice şi echipamente; articole de menaj) şi McGraw-Hill Inc. (cărţi, filme, programe de instruire; reviste şi ziare; servicii informaţionale)

Aceste firme cu denumiri atât de apropiate – pe care le vom numi din când în când Edison şi Hill – sunt două întreprinderi mari, performante, care-şi desfăşoară activitatea în domenii cu totul diferite. Am ales 31 decembrie 1968 ca dată a comparaţiei noastre dezvoltate în tabelul 18-6. Acţiunile lor se vindeau cam la acelaşi preţ, dar, datorită capitalizării superioare, valoarea de piaţă a lui Hill era aproape de două ori mai mare ca valoarea totală a celeilalte. Această diferenţă ar trebui să pară întrucâtva surprinzătoare, căci Edison avea vânzări cu aproximativ 50% mai mari şi un profit net cu 25% mai mare. Prin urmare, constatăm că principalul raport – multiplicatorul profitului – era de peste două ori mai mare în cazul Hill decât în cazul Edison. Acest fenomen pare a se explica în primul rând prin persistenţa unei puternice atitudini optimiste şi subiective manifestate de investitori faţă de acţiunile editurilor, dintre care câteva au început să fie cotate la bursă în ultima parte a anilor 1960.*

De fapt, la finele lui 1968, era evident că acest optimism fusese exagerat. Acţiunile Hill se vânduseră în 1967 cu 56, de peste 40 de ori profitul-record abia raportat pentru anul 1966. În 1967 s-a înregistrat însă un mic declin, care a continuat în 1968. Astfel, valoarea mare a multiplicatorului din momentul respectiv, de 35, era aplicată unei companii al cărei profit înregistra deja de doi ani o scădere. Cu toate acestea, acţiunile ei aveau în continuare o valoare de peste opt ori mai mare decât cea a activelor tangibile, ceea ce însemna că fondul de comerţ se apropia de un miliard de dolari! Astfel, preţul părea să ilustreze – ca să folosim celebrele cuvinte ale doctorului Johnson – „triumful speranţei asupra experienţei".

---

* McGraw-Hill rămâne o companie cotată la bursă, care deţine în proprietate, printre altele, revista *BusinessWeek* şi Standard & Poor's Corp. McGraw-Edison este în prezent o divizie a companiei Cooper Industries.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-6. Perechea 6

	McGraw Edison, 1968	*McGraw-Hill, 1968*
Preţul la 31 decembrie 1968	$37^5/_8$	39¾
Număr de acţiuni ordinare	13.717.000	24.200.000[a]
Valoarea de piaţă a acţiunilor ordinare	527.000.000 $	962.000.000 $
Datorii	6.000.000 $	53.000.000 $
Capitalizare totală la preţul pieţei	533.000.000 $	1.015.000.000 $
Valoarea contabilă pe acţiune	20,53 $	5,00 $
Vânzări	568.600.000 $	398.300.000 $
Profit	33.400.000 $	26.00.000 $
Profit pe acţiune, 1968	2,44 $	1,13 $
Profit pe acţiune, 1963	1,20 $	0,66 $
Profit pe acţiune 1958	1,02 $	0,46 $
Dividend curent	1,40 $	0,70 $
Dividende plătite continuu din	1934	1937
Raporturi:		
Preţ-profit	15,5	35,0
Preţ-valoare contabilă	183%	795%
Randamentul dividendului	3,7%	1,8%
Profit-vânzări	5,8%	6,6%
Profit-valoare contabilă	11,8%	22,6%
Active curente-pasive curente	3,95	1,75
Fond de rulment-datorii	mare	1,75
Creşterea profitului pe acţiune		
1968 faţă de 1963	+104%	+71%
1968 faţă de 1958	+139%	+146%

[a] Luând în considerare conversia acţiunilor privilegiate.

În schimb, acţiunile McGraw Edison păreau a fi cotate la un preţ rezonabil în raport cu preţul general (mare) al pieţei, cu rezultatele de ansamblu ale companiei şi cu situaţia ei financiară.

CONTINUAREA LA ÎNCEPUTUL LUI 1971: scăderea profitului companiei McGraw-Hill a continuat în 1969 şi 1970, ajungând la 1,02 $ şi apoi la 0,82 $ pe acţiune. În catastrofa din mai 1970, preţul unei acţiuni a suferit o prăbuşire devastatoare la 10 – mai puţin de o cincime din valoarea înregistrată cu doi ani înainte. După aceea a avut loc o redresare sănătoasă, însă maximul de 24 din mai 1971 nu reprezenta încă decât 60% din preţul de închidere din 1968. Acţiunile

Scanned with OKEN Scanner

McGraw Edison s-au comportat mai bine, scăzând la 22 în 1970 şi revenind la 41½ în mai 1971.*

McGraw-Hill continuă să fie o companie puternică şi prosperă. Evoluţia preţului acţiunilor ei ilustrează însă – ca în atâtea alte cazuri – riscurile pe care le creează speculaţiile cu asemenea acţiuni din cauza valurilor necontrolate de optimism şi pesimism produse pe Wall Street.

Perechea 7: National General Corp. (un mare conglomerat) şi National Presto Industries (diverse aparate electrice, material militar)

Aceste două companii invită la comparaţie în primul rând pentru că sunt atât de diferite. Să le numim General şi Presto. Am ales pentru analiza noastră sfârşitul anului 1968, pentru că amortizările operate de General în 1969 au făcut ca valorile din acel an să fie prea ambigue. Cu un an înainte nu ne puteam delecta pe deplin cu gama diverselor activităţi desfăşurate de compania General, dar conglomeratul era deja destul de variat pentru a fi pe gustul tuturor. Prezentarea sumară care i se face în „Ghidul acţiunilor" sună astfel: „Reţea naţională de cinematografe; producţie de filme şi emisiuni TV, case de ajutor reciproc, edituri." La acestea s-au adăugat, după aceea sau mai târziu, „asigurări, agenţii de investiţii, înregistrări, reprezentarea intereselor compozitorilor, servicii computerizate, afaceri imobiliare – şi 35% din capitalul firmei Performance Systems Inc. (denumire schimbată recent din Minnie Pearl's Chicken System Inc.)". Presto pusese şi ea în practică un program de diversificare, dar, în comparaţie cu General, acesta era chiar modest. Începând ca mare producător de oale sub presiune, ea s-a extins în diverse alte domenii ale producţiei de ustensile gospodăreşti şi aparate electrice. De asemenea, a obţinut un număr de contracte de furnizare a materialului militar pentru guvernul SUA.

Tabelul 18-7 prezintă pe scurt situaţia companiilor la sfârşitul lui 1968. Structura capitalului firmei Presto era cât se poate de simplă – nimic altceva decât 1.478.000 de acţiuni ordinare, care aveau o valoare de piaţă de 58 de milioane $. În schimb, General avea de două

---

* În „catastrofa din mai 1970" la care se referă Graham, piaţa bursieră americană a pierdut 5,5%. De la sfârşitul lui martie până la sfârşitul lui iunie 1970, indicele S & P 500 a pierdut 19% din valoare, acesta fiind unul dintre cele mai slabe rezultate obţinute vreodată într-o perioadă de trei luni.

Scanned with OKEN Scanner

ori mai multe acţiuni ordinare, plus o emisiune de acţiuni privilegiate convertibile, plus trei emisiuni de warante care dădeau dreptul la cumpărarea unui număr uriaş de acţiuni ordinare, plus o colosală emisiune de obligaţiuni convertibile (tocmai preschimbate în acţiuni la o societate de asigurări), plus un număr apreciabil de obligaţiuni neconvertibile. Toate acestea au dat o capitalizare de piaţă de 534 de milioane $, fără a socoti o apropiată emisiune de obligaţiuni convertibile, şi de 750 de milioane $, incluzând această emisiune. În ciuda capitalizării cu mult superioare, compania National General a avut de fapt, pe parcursul anilor fiscali, o cifră brută de afaceri cu mult mai mică decât cea a firmei Presto, profitul obţinut reprezentând numai 75% din cel al acesteia din urmă.

Determinarea *valorii reale de piaţă* a acţiunilor ordinare ale companiei General reprezintă o problemă interesantă pentru analiştii de valori mobiliare şi are implicaţii importante pentru toţi cei pe care investiţiile în acţiuni îi interesează în mod serios, nu doar ca simple speculaţii. Emisiunea relativ mică de acţiuni privilegiate convertibile la preţul unitar de 4½ $ poate fi uşor lichidată prin transformarea lor în acţiuni ordinare, în momentul în care acestea din urmă se vor vinde la un preţ de piaţă potrivit. Este ceea ce am făcut în tabelul 18-7. Warantele necesită însă un alt tratament. Atunci când calculează baza de „diluare totală", compania porneşte de la ideea exercitării tuturor warantelor şi a folosirii încasărilor în scopul răscumpărării obligaţiunilor, la care se adaugă folosirea soldului în vederea cumpărării de acţiuni ordinare de pe piaţă. Aceste ipoteze n-au avut practic niciun efect asupra mărimii profitului pe acţiune în anul calendaristic 1968 – care a fost de 1,51 $ atât înainte, cât şi după scăderea rezervei pentru diluare. Noi considerăm că acest tratament este ilogic şi nerealist. După cum putem observa, warantele reprezintă o parte a „pachetului de acţiuni ordinare", iar valoarea lor de piaţă este o parte a „valorii reale de piaţă" a părţii de capital formate din acţiunile ordinare. (A se vedea discuţia noastră pe această temă de la p. 485.) Această tehnică simplă de adăugare a preţului de piaţă al warantelor la cel al acţiunilor ordinare are un efect substanţial asupra situaţiei companiei National General de la sfârşitul lui 1968, aşa cum apare ea în urma calculului efectuat pe baza datelor din tabelul 18-7. De fapt, „preţul real de piaţă" al acţiunilor ordinare se dovedeşte a fi mai mult decât dublul cotaţiei bursiere. Drept urmare, multiplicatorul real al profitului din 1968 este de peste două ori mai mare – ajungând până la valoarea cu

Scanned with OKEN Scanner

totul absurdă de 69. Valoarea totală de piață a „echivalentelor acțiunilor ordinare" este așadar de 413 milioane $, ceea ce înseamnă de peste trei ori mai mult decât valoarea activelor tangibile corespunzătoare.

TABELUL 18-7. Perechea 7

	National General, 1968	*National Presto Industries, 1968*
Prețul la 31 decembrie 1968	44¼	38⅝
Număr de acțiuni ordinare	4.330.000[a]	1.478.000
Valoarea de piață a acțiunilor ordinare	192.000.000 $	58.000.000 $
Plus valoarea de piață a 3 emisiuni de warante	221.000.000 $	–
Valoarea totală a acțiunilor ordinare și warantelor	413.000.000 $	–
Emisiuni privilegiate	121.000.000 $	–
Capitalizare totală la prețul pieței	534.000.000 $	58.000.000 $
Prețul de piață al acțiunilor ordinare ajustat cu valoarea warantelor	98 $	–
Valoarea contabilă a unei acțiuni ordinare	31,50 $	26,30 $
Vânzări și încasări	117.600.000 $	152.200.000 $
Profit	6.121.000 $	8.206.000 $
Profit pe acțiune, 1968	1,42 $ (decembrie)	5,61 $
Profit pe acțiune, 1963	0,96 $ (septembrie)	1,03 $
Profit pe acțiune 1958	0,48 $ (septembrie)	0,77 $
Dividend curent	0,20 $	0,80 $
Dividende plătite continuu din	1964	1945
Raporturi:		
Preț-profit	69,0[b]	6,9
Preț-valoare contabilă	310%	142%
Randamentul dividendului	0,5%	2,4%
Profit-vânzări	5,5%	5,4%
Profit-valoare contabilă	4,5%	21,4%
Active curente-pasive curente	1,63	3,40
Fond de rulment-datorii	0,21	fără datorii
Creșterea profitului pe acțiune		
1968 față de 1963	+48%	+450%
1968 față de 1960	+195%	+630%

[a] Luând în considerare conversia acțiunilor privilegiate.
[b] Ajustat în funcție de prețul de piață al warantelor.

Scanned with OKEN Scanner

Aceste valori par şi mai anormale când sunt comparate cu cele ale companiei Presto. Nu putem să nu ne întrebăm cum a fost posibil ca preţul acţiunilor Presto să fie de numai 6,9 ori mai mare decât profitul curent, când, în cazul companiei General, multiplicatorul a fost de aproape zece ori pe-atât. Valorile tuturor raporturilor firmei Presto sunt satisfăcătoare – de fapt, ritmul de creştere este dubios de mare. Prin aceasta vrem să spunem că firma a tras în mod considerabil foloase, fără îndoială, de pe urma activităţii desfăşurate pe timp de război, iar acţionarii ar trebui să se pregătească pentru o diminuare a profiturilor pe timp de pace. Pe ansamblu însă, Presto îndeplinea toate cerinţele unei investiţii viabile, evaluate rezonabil, pe când General avea toate semnele specifice unui „conglomerat" tipic de la sfârşitul anilor 1960, care apela din plin la stratageme şi gesturi grandioase, dar ale cărui cotaţii bursiere nu se sprijineau pe valori substanţiale.

CONTINUAREA: General a continuat politica de diversificare în 1969, datoriile ei înregistrând o uşoară creştere. A anulat însă o sumă uriaşă, de câteva milioane de dolari, reprezentând în mare parte valoarea investiţiei făcute în compania Minnie Pearl Chicken. Cifrele finale au evidenţiat o pierdere de 72 de milioane $ înainte de creditul fiscal şi de 46,4 milioane $ după creditul fiscal. Preţul acţiunilor a scăzut la 16½ în 1969 şi la un minim de 9 în 1970 (reprezentând numai 15% din preţul maxim de 60 din 1968). Profitul raportat în 1970 a fost de 2,33 $ pe acţiunea diluată, iar în 1971 preţul a cunoscut o revenire, ajungând la 28½. Profitul pe acţiune al National Presto a crescut uşor atât în 1969, cât şi în 1970, marcând zece ani de creştere neîntreruptă. Cu toate acestea, preţul acţiunilor firmei a scăzut la 21½ în timpul catastrofei din 1970 – o valoare interesantă, din moment ce era mai mică decât de patru ori valoarea ultimului profit raportat şi decât valoarea activelor curente nete corespunzătoare acţiunilor în circulaţie la acea vreme. La sfârşitul lui 1971, preţul acţiunilor National Presto este cu 60% mai mare, ajungând la 34, însă valorile raporturilor sunt în continuare surprinzătoare. Fondul de rulment lărgit este încă aproape egal cu preţul curent, care, în schimb, este de numai 5,5 ori mai mare decât ultimul profit raportat. Dacă investitorul ar putea găsi acum zece asemenea acţiuni pentru a-şi diversifica portofoliul, ar obţine în mod sigur rezultate satisfăcătoare.*

---

* Compania National Presto este şi astăzi cotată la bursă. National General a fost cumpărată în 1974 de un alt conglomerat controversat, American

Perechea 8: Whiting Corp. (echipamente de manipulare a materialelor) şi Willcox & Gibbs (un mic conglomerat)

Cele două companii ocupă locuri apropiate, dar nu învecinate în lista Bursei Americane de Valori. Comparaţia – prezentată în tabelul 18-8A – ne face să ne întrebăm dacă bursa este o instituţie raţională. Compania cu vânzări şi profituri mai mici, şi cu jumătate din activele tangibile corespunzătoare acţiunilor ordinare avea o valoare de piaţă de aproape patru ori mai mare decât valoarea totală a celeilalte. Compania cu valoare mai mare era pe punctul de a raporta o pierdere substanţială după deducerea cheltuielilor speciale; nu plătise dividende de treisprezece ani. Cealaltă obţinuse multă vreme profituri mulţumitoare, plătise permanent dividende din 1936 şi producea în acel moment unul dintre cele mai mari randamente ale dividendului dintre toate firmele cotate la bursă. Pentru a evidenţia şi mai mult diferenţa dintre rezultatele celor două companii, adăugăm, în tabelul 18-8B, datele cu privire la profit şi preţ din perioada 1961-1970.

Povestea celor două companii aruncă o lumină interesantă asupra evoluţiei firmelor mijlocii din această ţară, în comparaţie cu firmele mult mai mari care au apărut de regulă în paginile acestei cărţi. Whiting a fost constituită ca societate comercială în 1896, având astfel o istorie de cel puţin 75 de ani. Se pare că s-a ocupat mereu cu producţia de echipamente de manipulare a materialelor şi că s-a descurcat foarte bine de-a lungul deceniilor. Willcox & Gibbs datează de şi mai mult timp – din 1866 – fiind multă vreme cunoscută în domeniul ei de activitate ca un producător important de maşini industriale de cusut. În ultimul deceniu, a adoptat o politică de diversificare ce pare oarecum extravagantă. Căci, pe de o parte, firma deţine un număr extraordinar de mare de filiale (cel puţin 24), care fabrică o mare varietate de produse, dar, pe de altă parte, întregul conglomerat este o adunătură de mici afaceri cu potenţial, după standardele obişnuite de pe Wall Street.

Financial Group, care, în diverse momente, a investit în televiziunea prin cablu, bănci, afaceri imobiliare, fonduri mutuale, asigurări şi banane. De asemenea, AFG este destinaţia finală a unora dintre activele companiei Penn Central Corp. (a se vedea capitolul 17).

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-8A. Perechea 8

	Whiting, 1969	*Willcox & Gibbs, 1969*
Prețul la 31 decembrie 1969	17¾	15½
Număr de acțiuni ordinare	570.000	2.381.000
Valoarea de piață a acțiunilor ordinare	10.200.000 $	36.900.000 $
Datorii	1.000.000 $	5.900.000 $
Acțiuni privilegiate	–	1.800.000
Capitalizare totală la prețul pieței	11.200.000 $	44.600.000 $
Valoarea contabilă a unei acțiuni ordinare	25,39 $	3,29 $
Vânzări	42.200.000 $ (octombrie)	29.000.000 $ (decembrie)
Profit înainte de scăderea cheltuielilor speciale	1.091.000 $	347.000 $
Profit după scăderea cheltuielilor speciale	1.091.000 $	def. 1.639.000 $
Profit pe acțiune, 1969	1,91 $ (octombrie)	0,08 $[a]
Profit pe acțiune, 1964	1,90 $ (aprilie)	0,03 $
Profit pe acțiune 1959	0,42 $ (aprilie)	0,13 $
Dividend curent	1,50 $	–
Dividende plătite continuu din	1954	(nimic din 1957)
Raporturi:		
Preț-profit	9,3	foarte mare
Preț-valoare contabilă	70%	470%
Randamentul dividendului	8,4%	–
Profit-vânzări	3,2%	0,1%[a]
Profit-valoare contabilă	7,5%	2,4%[a]
Active curente-pasive curente	3,0	1,55
Fond de rulment-datorii	9,0	3,6
Creșterea profitului pe acțiune		
1969 față de 1964	constant	scădere
1969 față de 1959	+354%	scădere

[a] Înainte de scăderea cheltuielilor speciale; *def.:* deficit (pierdere).

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-8B. Datele pe zece ani cu privire la preţul şi profitul companiilor Whiting şi Willcox & Gibbs

	Whiting Corp.		*Willcox & Gibbs*	
Anul	Profit pe acţiune ($)[a]	Variaţia preţului	Profit pe acţiune ($)	Variaţia preţului
1970	1,81	22½-16¼	0,34	18½-4½
1969	2,63	37-17¾	0,05	20⅝-8¾
1968	3,63	43⅛-28¼	0,35	20⅛-8⅓
1967	3,01	36½-25	0,47	11-4¾
1966	2,49	30¼-19¼	0,41	8-3¾
1965	1,90	20-18	0,32	10⅜-6⅛
1964	1,53	14-8	0,20	9½-4½
1963	0,88	15-9	0,13	14-4¾
1962	0,46	10-6½	0,04	19¾-8¼
1961	0,42	12½-7¾	0,03	19½-10½

[a] An încheiat după 30 aprilie.

Evoluţia înregistrată de profitul companiei Whiting este caracteristică pentru firmele noastre. Cifrele indică o creştere constantă şi destul de spectaculoasă de la 41 de cenţi pe acţiune în 1960 la 3,63 $ în 1968. Ele nu dădeau însă nicio garanţie că o asemenea creştere trebuie să continue la infinit. Scăderea ulterioară la numai 1,77 $ din perioada februarie 1970-ianuarie 1971 se poate să nu fi reflectat altceva decât reducerea ritmului de creştere a întregii economii. Preţul acţiunilor a reacţionat însă într-un mod violent, scăzând cu aproape 60% de la maximul din 1968 (43½) la valoarea de închidere din 1969. Din analiza noastră ar reieşi că acţiunile respective au reprezentat o investiţie secundară viabilă şi atractivă – potrivită pentru investitorul întreprinzător ca parte a mai multor astfel de angajamente.

CONTINUAREA: Willcox & Gibbs a înregistrat o mică pierdere din exploatare în 1970. Preţul acţiunilor ei a scăzut drastic la un minim de 4½, revenindu-şi în maniera obişnuită la 9½ în februarie 1971. Din punct de vedere statistic, preţul respectiv ar fi greu de justificat. Whiting a cunoscut un declin relativ mic, la 16¾ în 1970. (La acest preţ, acţiunile ei valorau cam cât activele curente corespunzătoare.) Profitul firmei s-a menţinut la 1,85 $ pe acţiune până în iulie 1971. La începutul lui 1971, preţul a crescut la 24½,

Scanned with OKEN Scanner

nivel, pare-se, destul de rezonabil, dar nicidecum un „chilipir" după standardele noastre.*

Observaţii generale

Firmele analizate aici au fost alese într-un mod premeditat, şi deci nu se poate spune că reprezintă un eşantion aleatoriu al firmelor cotate la bursă. De asemenea, ele se limitează la sectorul industrial, acesta fiind motivul pentru care nu apar importantele companii de utilităţi publice, transporturi şi servicii financiare. Ele diferă însă suficient de mult din punctul de vedere al mărimii, obiectului de activitate şi aspectelor calitative şi cantitative pentru a ne putea face o idee corectă despre opţiunile pe care le are un investitor interesat să cumpere acţiuni ordinare.

Relaţia dintre preţ şi valoarea indicată a diferit de asemenea în mare măsură de la un caz la altul. În majoritatea lor, companiile cu o creştere mai substanţială şi cu o rentabilitate superioară au avut multiplicatori mai mari – ceea ce, în general, este logic. Nu se poate spune însă cu certitudine dacă datele prezentate „justifică" diferenţele specifice existente între valorile raportului preţ-profit sau vor fi confirmate de evoluţiile viitoare. Pe de altă parte, avem aici câteva situaţii în care se poate trage o concluzie interesantă. Este vorba practic despre toate cazurile în care companii cu o soliditate financiară îndoielnică au fost extrem de active la bursă. Pe lângă faptul că acţiunile unor asemenea firme au făcut obiectul unor speculaţii – ceea ce înseamnă că au fost în mod inerent riscante – ele au fost, o bună bucată de vreme, şi sunt în mod evident supraevaluate. Alte acţiuni au părut a valora mai mult decât o arăta preţul, fiind afectate de o atitudine exact contrară a investitorilor – pe care am putea-o numi „speculaţie inferioară" – sau de un pesimism exagerat din cauza scăderii profitului.

---

* Whiting Corp. a ajuns filială a companiei Wheelabrator-Frye, dar a devenit societate privată în 1983. Willcox & Gibbs se află acum în proprietatea Grupului Rexel, un producător de echipamente electrice care face parte din Grupul Pinault-Printemps-Redoute din Franţa. Acţiunile Rexel s-au tranzacţionat la Bursa de Valori din Paris.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-9. Fluctuaţiile preţurilor celor şaisprezece acţiuni ordinare (ajustate în funcţie de scindările produse până în 1970 inclusiv)

	Variaţia preţului 1936-1970	*Declin 1961-1962*	*Declin 1968-69 – 1970*
Air Products & Chemicals	1 3/8-49	43½-21 5/8	49-31 3/8
Air Reduction	9 3/8-45¾	22½-12	37-16
American Home Products	7/8-72	44¾-22	72-51 1/8
American Hospital Supply	¾-47½	11 5/8-5¾	47½-26¾[a]
H & R Block	¼-68½	–	68½-37 1/8[a]
Blue Bell	8¾-55	25-16	44¾-26½
International Flavors & Fragrances	4¾-67½	8-4½	66 3/8-44 7/8
International Harvester	6¼-53	28¾-19¼	38¾-22
McGraw Edison	1¼-46¼	24 3/8-14[b]	44¾-21 5/8
McGraw-Hill	1/8-56½	21½-9 1/8	54 5/8-10¼
National General	3 5/8-60½	14 7/8-4¾[b]	60½-9
National Presto Industries	½-45	20 5/8-8¼	45-21½
Real Estate Investment Trust	10½-30¼	25 1/8-15¼	30¼-16 13/8
Realty Equities of N.Y.	3¾-47¾	6 7/8-4½	37¾-2
Whiting	2 7/8-43 3/8	12½-6½	43 3/8-16¾
Willcox & Gibbs	4-20 5/8	19½-8¼	20 3/8-4 ½

[a] Atât maxim, cât şi minim în 1970.
[b] Între 1959 şi 1960.

În tabelul 18-9 prezentăm câteva date cu privire la fluctuaţiile preţurilor acţiunilor analizate în acest capitol. Majoritatea lor au înregistrat un declin semnificativ între 1961 şi 1962, ca şi între 1969 şi 1970. Este limpede că investitorul trebuie să fie pregătit în viitor pentru acest gen de evoluţie nefavorabilă a pieţei bursiere. În tabelul 18-10 prezentăm fluctuaţiile anuale înregistrate de acţiunile ordinare ale companiei McGraw-Hill în perioada 1958-1970. Se va observa că, în fiecare dintre cei 13 ani, preţul fie a crescut, fie a scăzut de cel puţin două-trei ori de la un an la altul. (În cazul National General, fluctuaţii de asemenea anvergură, atât crescătoare, cât şi descrescătoare, au avut loc în fiecare perioadă de doi ani.)

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 18-10. Fluctuaţii anuale semnificative ale acţiunilor McGraw-Hill, 1958-1971[a]

Din	*Până în*	*Creşteri*	*Scăderi*
1958	1959	39-72	
1959	1960	54-109¾	
1960	1961	21¾-43 1/8	
1961	1962	18¼-32¼	43 1/8-18¼
1963	1964	23 3/8-38 7/8	
1964	1965	28 3/8-61	
1965	1966	37½-79½	
1966	1967	54½-112	
1967	1968		56¼-37½
1968	1969		54 5/8-24
1969	1970		39½-10
1970	1971	10-24 1/8	

[a] Preţurile nu sunt ajustate în funcţie de scindările acţiunilor.

Studiind lista acţiunilor atunci când ne-am documentat pentru acest capitol, am fost încă o dată impresionaţi de marea deosebire existentă între obiectivele obişnuite ale analizei valorilor mobiliare şi cele pe care noi le considerăm viabile şi aducătoare de satisfacţii. Majoritatea specialiştilor în analiza valorilor mobiliare încearcă să selecteze acţiunile care vor da rezultate bune în viitor, în primul rând din punctul de vedere al comportamentului pe piaţă, dar şi al evoluţiei profitului. Noi suntem sceptici că acest lucru se poate face cu rezultate satisfăcătoare. Noi am prefera ca analistul să caute cazuri excepţionale sau rare în care să ajungă la concluzia cât de cât certă că preţul este inferior valorii. El ar trebui să poată face acest lucru într-un mod competent, pentru a obţine rezultate satisfăcătoare de-a lungul anilor.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 18

„Ceea ce a mai fost, aceea va mai fi, şi ceea ce s-a întâmplat se va mai petrece, căci nu este nimic nou sub soare. Dacă este vreun lucru despre care să se spună: «Iată ceva nou!», aceasta a fost în vremurile străvechi, de dinaintea noastră."

Ecclesiastul 1, 9-10

În cele ce urmează vom actualiza analiza clasică a opt perechi de companii făcută de Graham, folosind aceeaşi tehnică a comparaţiei pe care a acesta a utilizat-o pentru prima oară la cursurile de la Şcoala de Afaceri Columbia şi Institutul de Finanţe New York. Ţineţi minte că aceste rezumate prezintă situaţia acţiunilor numai din acel moment. Acţiunile ieftine pot deveni ulterior supraevaluate, iar cele scumpe se pot ieftini. La un moment dat, aproape orice acţiune este un chilipir; alteori, ea este scumpă. Dacă firme bune şi companii rele există, o acţiune bună nu există; există numai preţuri bune ale acţiunilor, care apar şi dispar.

PERECHEA 1: CISCO ŞI SYSCO

Pe 27 martie 2000, Cisco Systems Inc. a devenit cea mai valoroasă corporaţie din lume, acţiunile ei ajungând să aibă o valoare totală de 548 de miliarde $. Cisco, care fabrică echipamente ce asigură fluxul de date pe Internet, a lansat prima ofertă publică de acţiuni cu numai 10 ani mai înainte. Dacă aţi fi cumpărat atunci acţiuni şi le-aţi fi păstrat, aţi fi obţinut un câştig care ar fi părut o greşeală tipografică făcută de un nebun: 103.697%, adică un randament mediu anual de 217%. În ultimele patru trimestre fiscale, Cisco a realizat venituri de 14,9 miliarde $ şi un profit de 2,5 miliarde $. Preţul unei acţiuni Cisco era de 219 mai mare decât profitul – unul dintre cele mai mari raporturi preţ-profit înregistrate vreodată de o mare companie.

Avem apoi firma Sysco Corp., care aprovizionează cu alimente cantinele instituţiilor şi este cotată la bursă de 30 de ani. În ultimele patru trimestre, Sysco a încasat 17,7 miliarde $ – cu aproape 20% mai mult decât Cysco – dar a realizat un profit de „numai" 457 milioane $. Având o valoare de piaţă de 11,7 miliarde $, acţiunile Sysco se

Scanned with OKEN Scanner

vindeau la un preț de 26 de ori mai mare decât profitul, cu mult sub raportul mediu PP al pieței, de 31.

Un joc de asociere de cuvinte jucat cu un investitor obişnuit s-ar fi putut desfăşura astfel:

Î: Care sunt primele lucruri la care te gândeşti atunci când spun „Cisco Systems"?

R: Internet... industria viitorului... acțiuni excelente... acțiuni foarte căutate... Pot să cumpăr câteva înainte de a creşte şi mai mult?

Î: Iar dacă spun „Sysco Corp."?

R: Camioane... tocană... sandviş... plăcintă cu carne... prânz luat la şcoală... *mâncare de spital*... nu mulțumesc, nu-mi mai este foame.

Este ştiut faptul că oamenii atribuie adeseori acțiunilor o valoare mintală în funcție de imaginea pe companiile respective o evocă.[1] Investitorul inteligent merge însă mai în profunzime. Iată ce ar fi revelat o analiză sceptică a situațiilor financiare ale companiilor Cisco şi Sysco:

- Creşterea încasărilor şi profiturilor firmei Cisco s-a datorat în mare măsură achizițiilor. Numai din septembrie, ea a plătit 10,2 miliarde $ pentru a cumpăra alte 11 firme. Cum au putut fi înglobate atâtea companii într-un timp atât de scurt?[2] De asemenea, facilitățile fiscale acordate pentru opțiunile de cumpărare a acțiunilor exercitate de managerii şi angajații Cisco au reprezentat echivalentul a circa o treime din profitul total obținut de companie în ultimele şase luni. Iar Cisco câştigase 5,8 miliarde $ vânzând „investiții", după care a cumpărat altele în valoare de 6 miliarde $. Era vorba oare despre o firmă cu activități pe Internet sau despre un fond mutual? Ce s-ar întâmpla dacă acele „investiții" n-ar mai creşte?

---

[1] Acțiunile cărei companii credeți că au şanse să crească mai mult: ale uneia care a descoperit un tratament pentru o formă rară de cancer sau ale uneia care a descoperit un nou mod de valorificare a gunoiului menajer? Tratamentul cancerului produce o impresie mai puternică asupra majorității investitorilor, însă un mod nou de a scăpa de gunoi probabil că ar aduce mai mulți bani. A se vedea Paul Slovic, Melissa Finucane, Ellen Peters, Donald G. MacGregor, „The Affect Heuristic", în Thomas Gilovich, Dale Griffin, Daniel Kahneman (ed.), *Heuristics and Biases: The Psychology of Intuitive Judgement* (Cambridge University Press, New York, 2002), pp. 397-420, şi Donald G. MacGregor, „Imagery and Financial Judgement", *The Journal of Psychology and Financial Markets*, vol. 3, nr. 1, 2002, pp. 15-22.

[2] „Cumpărătorii în serie", care se extind în general prin achiziționarea altor companii, o sfârşesc aproape întotdeauna prost pe Wall Street. Pentru o discuție mai amplă, a se vedea comentariul la capitolul 17.

Scanned with OKEN Scanner

- Sysco cumpărase şi ea câteva companii în aceeaşi perioadă – dar plătise numai circa 130 de milioane $. Opţiunile de cumpărare a acţiunilor destinate angajaţilor firmei reprezentau numai 1,5% din totalul acţiunilor aflate în circulaţie, faţă de 6,9% în cazul Cisco. Dacă angajaţii şi-ar fi exercitat opţiunile, profitul pe acţiune al companiei Sysco s-ar fi diminuat mult mai puţin decât cel al firmei Cisco. În plus, dividendul trimestrial al lui Sysco crescuse de la nouă cenţi pe acţiune la 10, pe când Cisco nu plătea niciun dividend.

În sfârşit, după cum subliniază Jeremy Siegel, profesor de finanţe la Wharton, nicio companie de dimensiunile lui Cisco n-a reuşit vreodată să se dezvolte într-un ritm atât de înalt încât să justifice existenţa unui raport preţ-profit mai mare de 60 – darămite un raport PP de peste 200.[3] Din momentul în care o firmă capătă proporţii gigantice, expansiunea ei trebuie să încetinească – altfel, va ajunge să înghită întreaga lume. Marele umorist american Ambrose Bierce a inventat cuvântul „incompossible" („incompatibil") pentru a descrie două lucruri care sunt clar separate, dar nu pot exista împreună. O companie poate avea dimensiuni uriaşe ori un raport PP uriaş, dar niciodată şi una, şi alta.

Colosul Cisco a început să se clatine curând. Mai întâi, în 2001, s-au cheltuit 1,2 miliarde $ pentru a „restructura" unele dintre companiile achiziţionate. În următorii doi ani, acele „investiţii" au produs pierderi de 1,3 miliarde $. Între 2000 şi 2002, acţiunile Cisco au pierdut trei sferturi din valoare. Între timp, Sysco a continuat să distribuie profituri, iar în aceeaşi perioadă acţiunile ei au produs un câştig de 56% (a se vedea figura 18-1).

FIGURA 18-1. Cisco şi Sysco

	2000	2001	2002
Cisco			
Randament total (%)	–28,6	–52,7	–27,7
Profit net (milioane $)	2.668	–1.014	1.893
Sysco			
Randament total (%)	53,5	–11,7	15,5
Profit net (milioane $)	446	597	680

Notă: randamentul total corespunzător anului calendaristic; profitul net corespunzător anului fiscal.

Sursa: www.morningstar.com.

[3] Jeremy Siegel, „Big-Cap Tech Stocks are a Sucker's Bet", *Wall Street Journal*, 14 martie 2000 (articol disponibil la www.jeremysiegel.com).

Scanned with OKEN Scanner

PERECHEA 2: YAHOO! ŞI YUM!

Pe 30 noiembrie 1999, acţiunile Yahoo! Inc. au încheiat cotaţia la 212,75 $, în creştere cu 79,6% faţă de nivelul înregistrat la începutul anului. Pe 7 decembrie, acţiunile ajungeau la 348 $ – un câştig de 63,6% după cinci zile de tranzacţionare. Ele au continuat să crească vertiginos până la sfârşitul anului, încheind la 432,687 $ pe 31 decembrie. Într-o singură lună, preţul acţiunilor a crescut de peste două ori, aducând un câştig de circa 58 de miliarde $ şi ajungând la o valoare totală de piaţă de 114 miliarde $.[4]

În ultimele patru trimestre, Yahoo! încasase 433 de milioane $ şi obţinuse un profit de 34,9 milioane $. Drept urmare, acţiunile ei aveau acum o valoare de 263 de ori mai mare decât veniturile şi de 3.264 mai mare decât profiturile. (Nu uitaţi că un raport PP cu mult peste 25 îl făcea pe Graham să se strâmbe!)[5]

De ce au crescut vertiginos acţiunile Yahoo? După închiderea bursei pe 30 noiembrie, Standard & Poor's a anunţat că, pe 7 decembrie, va include acţiunile Yahoo! în coşul S & P 500. Ca urmare, fondurile de indici şi alţi investitori importanţi trebuia să deţină în portofoliul propriu acţiuni Yahoo! – iar această creştere bruscă a cererii avea să împingă în mod cert şi mai sus, cel puţin temporar, preţul acţiunilor. În condiţiile în care aproximativ 90% dintre acţiunile Yahoo! se aflau în posesia angajaţilor, firmelor cu capital de risc şi altor investitori cu drepturi limitate, numai o mică parte din totalul acestora putea fi tranzacţionată la bursă. Aşadar mii de oameni le-au cumpărat doar pentru că ştiau că va trebui să le cumpere şi alţii – iar preţul nu avea importanţă.

Între timp, acţiunile Yum! nu prea aveau căutare. Fostă divizie a PepsiCo, care administrează mii de restaurante Kentucky Fried Chicken, Pizza Hut şi Taco Bell, Yum! încasase 8 miliarde $ în ultimele patru trimestre, obţinând un profit de 633 de milioane $ – de 17 ori mai mare decât cel obţinut de Yahoo! Cu toate acestea, valoarea de piaţă a Yum! la sfârşitul anului 1999 era de numai 5,9

---

[4] În februarie 2000, acţiunile Yahoo! s-au scindat în raportul de doi la unu; preţurile menţionate aici nu sunt ajustate în funcţie de acea scindare cu scopul de a le arăta cititorilor preţurile la care s-au vândut de fapt acţiunile. Randamentul procentual şi valoarea de piaţă a companiei Yahoo!, amintite aici, reflectă însă scindarea.

[5] Punând la socoteală efectul achiziţiilor, încasările companiei Yahoo! au fost de 464 de milioane $. Graham critică valorile mari ale raportului PP (între altele) în capitolele 7 şi 11.

Scanned with OKEN Scanner

miliarde $, adică de 19 ori mai mică decât valoarea Yahoo! În aceste condiții, prețul acțiunilor Yum! era de numai nouă ori şi ceva mai mare decât profitul şi reprezenta doar 73% din venit.[6]

Aşa cum îi plăcea lui Graham să spună, pe termen scurt, piața este o maşină de vot, dar pe termen lung, este o maşină de cântărit. Yahoo! a câştigat concursul de popularitate pe termen scurt. Până la urmă însă, profitul contează – iar Yahoo! nu prea avea aşa ceva. Din clipa în care piața a încetat să mai voteze şi a început să cântărească, balanța a înclinat spre Yum! Acțiunile acesteia au crescut cu 25,4% între 200 şi 2002, pe când cele ale Yahoo! au pierdut în total 92,4%:

FIGURA 18-2. Yahoo! şi Yum!

	2000	2001	2002
Yahoo!			
Randament total (%)	–86,1	–41,0	–7,8
Profit net (milioane $)	71	–93	43
Yum!			
Randament total (%)	–14,6	–49,1	–1,5
Profit net (milioane $)	413	492	583

Notă: randamentul total corespunzător anului calendaristic; profitul net corespunzător anului fiscal. Profitul net al Yahoo! din 2002 cuprinde efectul modificării regulilor contabile.

Sursa: www.morningstar.com.

PERECHEA 3: COMMERCE ONE ŞI CAPITAL ONE

În mai 2000, Commerce One Inc. nu era cotată la bursă decât din luna iulie a anului anterior. În primul ei raport anual, compania (care aranjează „schimburi" prin Internet pentru departamentele de aprovizionare ale companiilor) a înregistrat active de numai 385 de milioane $ şi o pierdere de 63 de milioane $ din încasări totale de numai 34 de milioane $. Acțiunile acestei minuscule firme crescuseră cu aproape 900% de la prima lor emisiune, capitalizarea totală de piață ajungând la 15 miliarde $. Să fi fost oare supraevaluate? „Da, capitalizarea de piață este mare", spuse resemnat într-un interviu Marlk Hoffman, manager general la Commerce One. „Piața este însă mare. Cererea

[6] Firma Yum! se numea pe atunci Tricon Global Restaurants Inc., deşi simbolul ei de cotare era YUM. Compania şi-a schimbat în mod oficial denumirea în Yum! Brands Inc. în mai 2002.

Scanned with OKEN Scanner

este incredibilă... Analiştii se aşteaptă ca noi să realizăm anul acesta încasări de 140 de milioane $. Iar în trecut am întrecut aşteptările."

Două lucruri reies din răspunsul lui Hoffman:

- Cum Commerce One pierdea deja 2 $ la fiecare dolar încasat din vânzări, dacă şi-ar mări de patru ori încasările (aşa cum „se aşteaptă analiştii"), oare pierderile n-ar fi şi mai mari?
- Cum putea Commerce One să întreacă aşteptările „în trecut"? *Care* trecut?

Întrebat dacă firma lui va realiza vreodată profit, Hoffman răspunse prompt: „Fără îndoială că o putem transforma într-o afacere profitabilă. Prognozăm că vom obține profit în trimestrul al patrulea al anului 2001, an în care analiştii cred că vom realiza încasări de peste 250 de milioane $."

Aici intră din nou în scenă analiştii! „Prefer acțiunile Commerce One la aceste prețuri deoarece cresc mai repede decât cele ale firmei Ariba [un concurent direct ale cărui acțiuni se vindeau la un preț de circa 400 de ori mai mare decât încasările]", spunea Jeanette Sing, analist la banca de investiții Wasserstein Perella. „Dacă creşterea va continua în acest ritm, acțiunile Commerce One se vor vinde în 2001 la un preț de 60-70 de ori mai mare decât încasările." (Cu alte cuvinte, pot să numesc o firmă care este mai supraevaluată decât Commerce One, deci acțiunile Commerce One sunt ieftine.)[7]

La cealaltă extremă se afla Capital One Financial Corp., care emitea cărțile de credit MasterCard şi Visa. Din iulie 1999 până în mai 2000, acțiunile ei au pierdut 21,5%. Cu toate acestea, Capital One avea active în valoare de 12 miliarde $ şi realizase în 1999 un profit de 363 de milioane $, cu 32% mai mult decât în anul anterior. Cu o valoare de piață de circa 7,3 miliarde $, acțiunile se vindeau cu un preț de 20 de ori mai mare decât profitul net al companiei. Poate că nu era totul în regulă la Capital One – compania abia îşi constituise rezerve pentru împrumuturile care puteau deveni neperformante, chiar dacă, într-o perioadă de recesiune, incapacitatea de plată tinde să crească substanțial – însă prețul acțiunilor sale reflecta cel puțin un oarece risc de apariție a unor dificultăți.

Ce s-a întâmplat mai departe? În 2001, Commerce One a realizat încasări de 409 milioane $. Din nefericire, ea a înregistrat o pierdere

[7] A se vedea „CEO Speaks" şi „The Bottom Line", *Money*, mai 2000, pp. 42-44.

Scanned with OKEN Scanner

de 2,6 miliarde $ – sau de 10,30 $ pe acțiune – din încasările respective. În schimb, Capital One a realizat în perioada 2000-2002 un profit de aproape 2 miliarde $. În cei trei ani, acțiunile ei au pierdut 38% – nu mai mult decât piața bursieră în ansamblu. Commerce One însă a pierdut 99,7% din valoare.[8]

În loc să-i asculte pe Hoffman şi acoliții lui, traderii ar fi trebuit să țină cont de avertismentul formulat în raportul din 1999 al companiei Commerce One: „N-am obținut niciodată profit. Ne aşteptăm ca, în viitorul previzibil, să înregistrăm pierderi şi să nu realizăm, poate, niciodată profit."

PERECHEA 4: PALM ŞI 3COM

Pe 2 martie 2000, compania de rețele de date 3Com Corp. a vândut publicului investitor 5% din acțiunile filialei sale Palm Inc. Restul de 95% aveau să fie distribuite în următoarele luni acționarilor firmei 3Com; pentru fiecare acțiune 3Com, investitorii urmau să primească 1,525 de acțiuni Palm.

Puteai aşadar să devii posesorul a 100 de acțiuni Palm în două moduri: încercând să beneficiezi de oferta publică inițială sau cumpărând 66 de acțiuni 3Com şi aşteptând ca firma-mamă să distribuie restul acțiunilor Palm. Primind 1,5 acțiuni Palm pentru fiecare acțiune 3Com, ai avea la sfârşit 100 de acțiuni ale noii companii – şi ai avea tot 66 de acțiuni 3Com.

Dar cine era dispus să aştepte câteva luni? În vreme ce 3Com se lupta cu rivali de talie precum Cisco, Palm era lider în „spațiul" foarte disputat al agendelor digitale de buzunar. Aşa încât prețul acțiunilor Palm a urcat repede de la nivelul inițial de 38 $ la aproape 95,06 $, dând în prima zi un randament de 150%. Aceasta a făcut ca prețul acțiunilor Palm să fie de peste 1.350 de ori mai mare decât profitul din ultimele 12 luni.

În aceeaşi zi, prețul acțiunilor 3Com *a scăzut* de la 104,13 $ la 81,81 $. La ce preț ar fi trebuit să încheie acestea, luând în calcul şi prețul acțiunilor Palm? Calculul este foarte simplu:

---

[8] La începutul lui 2003, directorul financiar al companiei Capital One şi-a dat demisia după ce organele de reglementare din domeniul valorilor mobiliare au făcut cunoscut faptul că l-ar putea acuza de încălcarea legii de combatere a tranzacțiilor efectuate de inițiați.

Scanned with OKEN Scanner

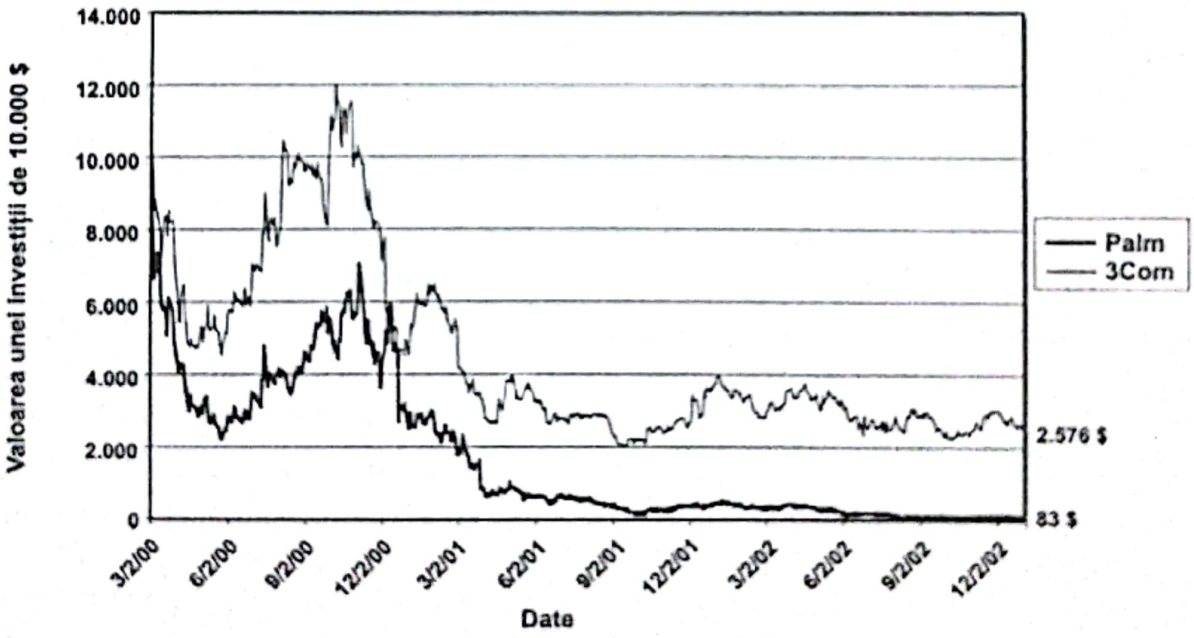
- unei acțiuni 3Com îi corespundeau 1,525 de acțiuni Palm;
- acțiunile Palm au încheiat ziua la 95,06 $;
- 1,525 × 95,06 $ = 144,97 $.

Atâta valora o acțiune 3Com ținând cont numai de participarea companiei respective la capitalul firmei Palm. Astfel, la 81,81 $, traderii spuneau că toate celelalte afaceri ale companiei 3Com la un loc aveau o valoare negativă de 63,16 $ pe acțiune, *adică un total de minus 22 de miliarde $!* Rareori s-a întâlnit în istorie o modalitate mai stupidă de evaluare a unei acțiuni.[9]

Exista însă un secret: aşa cum 3Com nu valora de fapt minus 22 de miliarde $, Palm nu valora în realitate de peste 1.350 de ori profitul realizat. La sfârşitul lui 2002, acțiunile ambelor firme sufereau în plină recesiune a industriei tehnologiilor de vârf, însă acționarii Palm au fost, de fapt, cei mai afectați, din cauză că au renunțat la bunul simț, în primul rând, atunci când au cumpărat:

FIGURA 18-3

Scăderea valorii acțiunilor Palm



Sursa: www.morningstar.com.

[9] Pentru informații mai amănunțite despre aceste eveniment bizar, a se vedea Owen A. Lamont şi Richard H. Thaler, „Can the Market Add and Subtract?", National Bureau of Economic Research, document de lucru nr. 8302, la www.nber.org/papers/w8302.

Scanned with OKEN Scanner

PERECHEA 5: CMGI ŞI CGI

Anul 2000 a început cu o lovitură pentru CMGI Inc., ale cărei acțiuni au atins pe 3 ianuarie nivelul de 163,22 $ – un câştig de 1.126% în raport cu prețul din urmă cu numai un an. Compania, un „incubator de afaceri pe Internet", a finanțat şi a achiziționat firme tinere, cu potențial, din diverse domenii de activitate reprezentate pe Internet – dintre acestea amintim vedete vechi precum theglobe.com şi Lycos.[10]

În anul fiscal 1998, când acțiunile ei au crescut de la 98 de cenți la 8,52 $, CMGI a cheltuit 53,8 milioane $ cu achiziționarea totală sau parțială a unor companii de pe Internet. În anul fiscal 1999, când acțiunile ei au urcat de la 8,52 $ la 46,09 $, CMGI a dat din vistierie 104,7 milioane $. Iar în ultimele cinci luni ale lui 1999, când acțiunile ei au „zburat" la 138,44 $, CMGI a cheltuit 4,1 miliarde $ cu achizițiile. Practic toți „banii" erau valuta forte emisă chiar de CMGI: acțiunile sale ordinare, care valorau acum peste 40 de miliarde $.

Totul semăna cu un carusel fermecat al banilor. Cu cât acțiunile CMGI creşteau mai mult, cu atât aceasta îşi permitea să cumpere mai mult. Şi cu cât CMGI îşi permitea să cumpere mai mult, cu atât acțiunile ei creşteau mai mult. Mai întâi, acțiunile urcau ca urmare a zvonului că CMGI le-ar putea cumpăra; apoi, din clipa în care CMGI le cumpăra, propriile acțiuni urcau pentru că ea le poseda. Nimănui nu-i păsa că, în ultimul an fiscal, firma înregistrase pierderi din exploatare de 127 de milioane $.

În Webster, statul Massachusetts, o localitate situată la mai puțin de 110 km sud-vest de sediul CMGI din Andover, se află biroul principal al firmei Commerce Group Inc. CGI avea toate caracteristicile pe care nu le avea CMGI: oferea asigurări auto, în special şoferilor din Massachusetts, acțiunile ei nu aveau căutare, iar firma îşi desfăşura activitatea într-un domeniu cu existență îndelungată. Acțiunile ei au pierdut 23% din valoare în 1999 – deşi profitul, de 89 de milioane $, a scăzut cu numai 7% față de 1998. CGI chiar a plătit un dividend de peste 4% (în vreme ce CMGI n-a plătit nimic). Cu o valoare totală de piață de 870 de milioane $, acțiunile CGI se vindeau la un preț de mai puțin de 10 ori mai mare decât profitul companiei din 1999.

---

[10] CMGI a purtat la început numele de College Marketing Group, vânzând editurilor academice informații despre profesori şi cursurile universitare – o afacere care semăna destul de vag, dar tulburător cu National Student Marketing, despre care Graham a discutat la p. 246.

Scanned with OKEN Scanner

Apoi, brusc, totul a mers de-a-ndoaselea. Caruselul financiar fermecat al CMGI s-a oprit: preţul acţiunilor filialelor sale de pe Internet a încetat să mai crească, apoi a luat-o în jos. Nemaiputând să obţină câştig din vânzarea lor, CMGI a trebuit să suporte din profitul propriu scăderea valorii acestora. Compania a pierdut 1,4 miliarde în 2000, 5,5 miliarde în 2001 şi încă aproape 500 de milioane $ în 2002. Acţiunile ei au coborât de la 163,22 $ la începutul lui 2000 la 98 de cenţi la sfârşitul lui 2002 – o pierdere de 99,4%. Plictisitoarea, vechea firmă CGI a continuat însă să producă un profit constant, iar acţiunile ei au crescut cu 8,5% în 2000, cu 43,6% în 2001 şi cu 2,7% în 2002 – un câştig total de 60%.

PERECHEA 6: BALL ŞI STRYKER

Între 9 iulie şi 23 iulie 2002, acţiunile Ball Corp. au scăzut de la 43,69 $ la 33,48 $ – o pierdere de 24%, în urma căreia valoarea de piaţă a acţiunilor companiei n-a mai fost decât de 1,9 miliarde $. Pe parcursul aceloraşi două săptămâni, acţiunile Stryker Corp. au scăzut de la 49,55 $ la 45,60 $, o reducere de 8% care a făcut ca acestea să valoreze în total 9 miliarde $.

Ce anume a făcut ca valoarea acestor două companii să scadă atât de mult într-o perioadă atât de scurtă? Stryker, care fabrică implanturi ortopedice şi echipament chirurgical, a dat în aceste două săptămâni un singur comunicat de presă. Pe 16 iulie, firma a anunţat că vânzările ei au crescut în trimestrul al doilea cu 15%, ajungând la 734 de milioane $, în vreme ce profitul a crescut cu 31%, ajungând la 86 de milioane $. A doua zi, acţiunile au urcat cu 7%, apoi au luat-o iar pe o pantă descendentă.

Ball, firma care, la început, fabrica celebrele „borcane Ball" folosite la conservarea fructelor şi legumelor, fabrică în prezent ambalaje din metal şi plastic pentru clienţii industriali. Ball n-a dat niciun comunicat de presă în cele două săptămâni. Pe 25 iulie însă, firma a raportat că, în trimestrul al doilea, a obţinut un profit de 50 de milioane $ din vânzări de 1 miliard $ – o creştere de 61% a profitului faţă de aceeaşi perioadă a anului anterior. Acest lucru a făcut ca profitul din ultimele patru trimestre să ajungă la 152 de milioane $, aşa încât acţiunile se vindeau la un preţ de exact 12,5 ori mai mare decât profitul unitar al companiei. Iar în condiţiile în care valoarea contabilă era de 1,1 miliarde $, puteai cumpăra acţiunile firmei la un preţ de 1,7 ori mai mare decât valoarea activelor tangibile ale acesteia. (Ball avea totuşi datorii de peste 900 de milioane $).

Scanned with OKEN Scanner

Stryker se afla într-o cu totul altă situație. În ultimele patru trimestre, compania obținuse un profit de 301 milioane $. Valoarea contabilă a acesteia era de 570 de milioane $. De aceea, prețul acțiunilor ei era de 30 de ori mai mare decât profitul din ultimele 12 luni şi de aproape 16 ori mai mare decât valoarea contabilă. Pe de altă parte, din 1992 până la sfârşitul lui 2001, profitul lui Stryker a crescut cu 18,6% anual, iar dividendul firmei a crescut cu 21% pe an. În plus, în 2001, firma a cheltuit 142 de milioane $ cu activitatea de cercetare-dezvoltare pentru a pune bazele expansiunii viitoare.

Atunci ce anume a împins în jos prețul acțiunilor acestor două firme? Între 9 iulie şi 23 iulie 2002, când WorldCom a intrat în faliment, indicele Dow Jones Industrial Average a scăzut de la 9096,089 la 7702,34, o diminuare cu 15,3%. Veştile bune legate de Ball şi Stryker s-au pierdut printre veştile proaste referitoare la piețele în scădere, care au tras după ele şi cotațiile celor două acțiuni.

Deşi acțiunile Ball au ajuns să fie mai ieftine decât acțiunile Stryker, concluzia care se desprinde de aici nu este aceea că primele erau o super afacere, iar ultimele au luat-o razna. Din contră, investitorul inteligent ar trebui să accepte că panica bursei poate da naştere unor prețuri excelente pentru companii bune (precum Ball) şi prețuri bune pentru companii excelente (precum Stryker). Ball a încheiat 2002 la prețul de 51,19 $ pe acțiune, cu 53% peste nivelul din iulie; Stryker a terminat anul la 67,12 $, în creştere cu 47%. Din când în când, sunt oferite spre vânzare, deopotrivă, acțiuni cu un excelent raport calitate-preț şi acțiuni în creştere. Alegerea pe care o faceți depinde în mare măsură de personalitatea dumneavoastră, însă puteți găsi acțiuni de ocazie şi într-o parte, şi în cealaltă.

PERECHEA 7: NORTEL ŞI NORTEK

În raportul pe anul 1999 al companiei Nortel Networks, care produce echipamente de comunicație prin fibră optică, se arăta că a fost un „an de aur din punct de vedere financiar". În februarie 2000, la o valoare de piață de peste 150 de miliarde $, acțiunile Nortel se vindeau la un preț de 87 de ori mai mare decât profitul pe care analiştii de pe Wall Street estimaseră că firma îl va obține în 2000.

Cât de credibilă era acea estimare? Creanțele Nortel – vânzările efectuate către clienți care nu-şi achitaseră facturile – crescuseră cu 1 miliard $ într-un an. Conducerea companiei a spus că această creştere „a fost determinată de sporirea vânzărilor în trimestrul al patrulea al anului 1999". Stocurile crescuseră însă şi ele cu 1,2 miliarde $ –

Scanned with OKEN Scanner

ceea ce înseamnă că volumul producției Nortel era chiar mai mare decât „volumul sporit al vânzărilor".

Între timp, „creanțele pe termen lung" ale companiei – facturile neachitate aferente contractelor încheiate pe mai mulți ani – au sărit de la 519 milioane $ la 1,4 miliarde $. Iar Nortel se lupta să țină costurile sub control; ponderea în totalul încasărilor a cheltuielilor de desfacere, generale şi administrative (sau indirecte) crescuse de la 17,6% în 1996 la 18,7% în 1999. Pe ansamblu, Nortel pierduse 351 de milioane $ în 1999.

După ea urmează Nortek Inc., care produce bunuri cu totul neinteresante: materiale din vinil pentru acoperirea clădirilor, sonerii pentru uşă, ventilatoare pentru gurile de aerisire, hote de bucătărie, compactoare de gunoi. În 1999, Nortek a obținut un profit de 49 de milioane $ din vânzări de 2 miliarde $, față de un profit de 21 de milioane $ din vânzări de 1,1 miliarde $ în 1997. Marja de profit a firmei (raportul procentual dintre profitul net şi vânzări) a crescut cu aproape o treime de la 1,9% la 2,5%. În plus, Nortek a redus ponderea în totalul încasărilor a cheltuielilor indirecte de la 19,3% la 18,1%.

Ca să fim corecți, expansiunea Nortek s-a datorat în mare parte cumpărării altor companii, nu creşterii organice. În plus, Nortek avea datorii de 1 miliard $, o sumă mare pentru o companie mică. Dar, în februarie 2000, prețul acțiunilor Nortek – cam de cinci ori mai mare decât profitul din 1999 – avea la bază o doză sănătoasă de pesimism.

Pe de altă parte, prețul Nortel – de 87 de ori mai mare decât profitul estimativ calculat pentru anul următor – avea la bază o supradoză masivă de optimism. În cele din urmă, în loc să obțină profitul de 1,30 $ pe acțiune anticipat de analişti, Nortel a pierdut 1,17 $ pe acțiune în 2000. Până la sfârşitul lui 2002, Nortel înregistrase pierderi de peste 36 de miliarde $.

Pe de altă parte, Nortek a obținut un profit de 41,6 milioane $ în 2000, de 8 milioane $ în 2001 şi de 55 de milioane $ în primele nouă luni ale lui 2002. Acțiunile ei au urcat de la 28 $ la 45,75 $ la sfârşitul anului 2002 – un câştig de 63%. În ianuarie 2003, managerii au preluat compania Nortek, cumpărând de la investitorii publici toate acțiunile la prețul de 46 $ bucata. Între timp, acțiunile Nortel au coborât de la 56,81 $ în februarie 2000 la 1,61 $ la sfârşitul anului 2002 – o pierdere de 97%.

Scanned with OKEN Scanner

PERECHEA 8: RED HAT ŞI BROWN SHOE

Pe 11 august 1999, compania Red Hat Inc., care realizează programul Linux, a vândut pentru prima oară acțiuni publicului investitor. Titlurile Red Hat au fost foarte căutate de investitori; oferite la început cu 7 $, tranzacționarea lor a început de la 23 $ şi s-a încheiat la 26,031 $ – o creştere de 272%.[11] Într-o singură zi, acțiunile Red Hat au crescut mai mult decât acțiunile Brown Shoe în ultimii 18 ani. Pe 9 decembrie, acțiunile Red hat au ajuns la 143,13 $, câştigând 1.944% în patru luni.

În acest timp, Brown Shoe avea şireturile legate unele de altele. Fondată în 1878, compania vinde pantofii Buster Brown şi gestionează aproape 1.300 de magazine de încălțăminte din SUA şi Canada. Acțiunile Brown Shoe, care se vindeau cu 17,50 $ bucata pe 11 august, au scăzut la 14,31 $ pe 9 decembrie. În tot anul 1999, acțiunile companiei au pierdut 17,6% din valoare.[12]

În afara unui nume impresionant şi a unor acțiuni aflate la mare căutare, ce altceva au mai primit investitorii în titluri Red Hat? În perioada martie-noiembrie, compania a realizat încasări de 13 milioane $, înregistrând pierderi de 9 milioane $.[13] Afacerea Red Hat era cu puțin mai mare decât un magazin de specialități culinare de la colțul străzii – dar mult mai puțin rentabilă. Până pe 9 decembrie însă, traderii, stârniți de cuvintele „software" şi „Internet", au dus valoarea totală a acțiunilor Red Hat la 21,3 miliarde $.

Iar Brown Shoe? În ultimele trei trimestre, compania realizase vânzări de 1,2 miliarde $ şi un profit de 32 de milioane $. Din valoarea fiecărei acțiuni, 5 $ aveau acoperire în disponibilități şi bunuri imobiliare; copiii cumpărau încă pantofi Buster Brown. Cu toate acestea, în acea zi de 9 decembrie, acțiunile companiei aveau o valoare totală de 261 de milioane $ – abia 1/80 din valoarea acțiunilor Red Hat, chiar dacă Brown Shoe avea încasări mai mari de 100 de ori. La prețul respectiv, valoarea companiei Brown Shoe era de 7,6 ori mai mare decât profitul ei anual şi mai mică decât un sfert din valoarea vânzărilor ei

---

[11] Toate prețurile acțiunilor Red Hat sunt ajustate în funcție de scindarea în raportul de doi la unu produsă în ianuarie 2000.

[12] Este o ironie faptul că, în urmă cu 65 de ani, Graham a văzut în Brown Shoe drept una dintre cele mai stabile companii de la Bursa de Valori New York. A se vedea ediția din 1934 a lucrării *Analiza valorilor mobiliare*, p. 159.

[13] Folosim o perioadă de nouă luni numai pentru că rezultatele pe 12 luni ale firmei Red Hat n-au putut fi stabilite pe baza situațiilor financiare ale acesteia fără a lua în calcul şi rezultatele companiilor achiziționate.

Scanned with OKEN Scanner

anuale. Pe de altă parte, Red Hat nu obținuse niciun profit, dar acțiunile ei se vindeau la un preț de 1.000 de ori mai mare decât valoarea vânzărilor pe un an.

Compania Red Hat a continuat să înregistreze pierderi. La scurtă vreme, şi acțiunile au început să-şi piardă din valoare. Brown Shoe însă a obținut profituri mai mari – la fel şi acționarii companiei:

FIGURA 18-4. Red Hat şi Brown Shoe

	2000	2001	2002
Red Hat			
Randament total (%)	–94,1	–13,6	–16,8
Profit net (milioane $)	–43	–87	–140
Brown Shoe			
Randament total (%)	–4,6	28,2	49,5
Profit net (milioane $)	36	36	–4

Notă: randamentul total corespunzător anului calendaristic; profitul net corespunzător anului fiscal.

Sursa: www.morningstar.com.

Ce am aflat din toate acestea? Piața îşi bate joc de principiile lui Graham pe termen scurt, dar, până la urmă, ele sunt întotdeauna revalidate. Dacă cumpărați o acțiune doar pentru că *prețul* ei creşte – în loc să întrebați dacă *valoarea* companiei care o emite creşte – atunci, mai devreme sau mai târziu, veți regreta amarnic. Nu este o probabilitate. Este o certitudine.

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 19

Acționarii și conducerea firmei: politica dividendelor

Încă din 1934 am susținut în scrierile noastre că acționarii trebuie să aibă o atitudine mai inteligentă și mai energică față de conducerile firmelor lor. Le-am cerut să adopte o atitudine de generozitate față de cei care demonstrează că-și fac bine treaba. Le-am mai cerut să solicite explicații clare și satisfăcătoare atunci când rezultatele par a fi mai rele decât ar trebui și să susțină demersurile de îmbunătățire sau de eliminare a conducerilor evident ineficiente. Acționarii sunt îndreptățiți să pună întrebări cu privire la competența conducerii atunci când rezultatele (1) nu sunt satisfăcătoare ca atare, (2) sunt mai slabe decât cele obținute de alte companii care par a avea o situație similară și (3) au stat la originea unui preț de piață nesatisfăcător o lungă bucată de vreme.

În ultimii 36 de ani, marea masă a acționarilor n-a realizat practic nimic în urma demersurilor inteligente întreprinse. Un luptător chibzuit – dacă există așa ceva – ar considera aceasta un semn al faptului că-și pierde timpul degeaba și că ar face bine să renunțe la luptă. Întâmplător, cauza noastră nu este pierdută; a fost salvată de un fenomen secundar, cunoscut sub denumirea de preluare sau ofertă de preluare.* Am spus în capitolul 8 că o conducere slabă produce prețuri

---

* În mod ironic, preluările au început să se rărească la scurt timp după ce Graham a revizuit ultima ediție apărută, anii 1970 și începutul anilor 1980 marcând un minim absolut din punctul de vedere al eficienței industriei americane moderne. Mașinile erau niște „rable", televizoarele și radiourile se „paradeau" tot timpul, iar managerii multor companii cotate la bursă ignorau atât interesele prezente ale acționarilor din afară, cât și perspectivele de viitor ale propriilor firme. Situația a început să se schimbe în 1984, când petrolistul independent T. Boone Pickens a lansat o ofertă de preluare ostilă a companiei Gulf Oil. Curând, beneficiind de finanțare prin emisiunea de obligațiuni de calitate inferioară realizată de Drexel Burnham Lambert, „invadatorii corporatiști" au cotropit economia americană, speriind companii de mult sclerozate și determinându-le să adopte un nou regim de eficiență. În vreme ce multe dintre companiile implicate în achiziții și preluări au fost devastate, restul firmelor americane au devenit deopotrivă mai rentabile (ceea ce era bine) și mai slabe (ceea ce, uneori, nu era bine).

Scanned with OKEN Scanner

slabe de piață. La rândul lor, prețurile mici de piață atrag atenția companiilor interesate să-și diversifice activitățile – iar acestea sunt acum o mulțime. Nenumărate asemenea achiziții s-au realizat prin înțelegere cu conducerile existente sau prin cumpărarea unui număr mare de acțiuni de pe piață și prin oferte făcute peste capul celor care exercitau controlul asupra companiilor. Prețul oferit a fost de regulă apropiat de valoarea întreprinderii conduse de manageri cât de cât competenți. Prin urmare, în multe cazuri, acționarul public inert a fost dat la o parte de „cei din afară" – care, uneori, pot fi indivizi întreprinzători sau grupuri care acționează pe cont propriu.

Se poate afirma ca regulă cu foarte puține excepții că o conducere slabă nu se schimbă prin demersurile „acționarilor publici", ci numai prin revendicarea controlului de către un individ sau un grup compact. În prezent, se întâmplă destul de des ca membrilor conducerii unei firme cotate la bursă, inclusiv consiliului de administrație al acesteia, să li se aducă la cunoștință faptul că, dacă rezultatele din exploatare și prețul de piață derivat sunt profund nesatisfăcătoare, aceasta poate deveni ținta unei acțiuni reușite de preluare. În consecință, consiliile de administrație au devenit mai conștiente ca înainte de datoria lor fundamentală de a se asigura că firmele lor au o conducere adecvată. În ultimii ani s-au produs mult mai multe schimbări de directori ca înainte.

Nu toate companiile cu o conducere inadecvată au avut de câștigat de pe urma unui asemenea proces. De asemenea, schimbarea s-a produs adeseori după o lungă perioadă cu rezultate slabe în care nu s-a luat nicio măsură de remediere și a depins de niște acționari suficient de dezamăgiți care-și vindeau titlurile la prețuri mici pentru a le permite celor din afară să cumpere un număr de acțiuni care să le ofere o poziție de control. Însă ideea că acționarii publici ar putea să rezolve singuri problema susținând demersurile de îmbunătățire a managementului și a politicilor de management s-a dovedit a fi prea iluzorie pentru a beneficia de un spațiu mai mare în această carte. Acei acționari individuali care sunt destul de îndrăzneți ca să-și facă simțită prezența la adunările anuale – lucru, în general, complet inutil – nu vor avea nevoie de sfaturile noastre cu privire la problemele pe care trebuie să le aducă în atenția conducerilor. Pentru ceilalți, probabil că sfaturile ar fi o pierdere de timp. Cu toate acestea, permiteți-ne să încheiem această secțiune cu un apel adresat acționarilor, prin care le cerem să studieze cu imparțialitate și cu multă atenție orice declarație de împuternicire

Scanned with OKEN Scanner

trimisă de alți acționari care vor să remedieze problema unei conduceri în mod evident inadecvate existente în companie.

Acționarii și politica dividendelor

În trecut, politica dividendelor era destul de des un subiect de dispută între acționarii publici, sau „minoritari", și conducerile firmelor. În general, acești acționari voiau dividende mai mari, în vreme ce conducerile preferau să păstreze profitul pentru „a consolida compania". Ele le cereau acționarilor să-și sacrifice câștigurile prezente pentru binele întreprinderii și pentru propriul lor beneficiu pe termen lung. În ultimii ani însă, atitudinea investitorilor față de dividende a cunoscut o schimbare progresivă, dar semnificativă. Principalul argument pe care se bazează acum plata unor dividende mici nu este acela că firma „are nevoie" de bani, ci acela că ea îi poate folosi în avantajul direct și imediat al acționarilor păstrând fondurile în vederea unei expansiuni benefice. Cu ani în urmă, de regulă, companiile slabe erau mai mult sau mai puțin obligate să-și păstreze profiturile, în loc să plătească 60-75%, cât se plătea de obicei, sub formă de dividende. Acest lucru avea aproape întotdeauna efecte nefaste asupra prețului de piață al acțiunilor. Astăzi, sunt mari șanse ca o întreprindere solidă și în expansiune să nu plătească în mod deliberat dividende, cu aprobarea deopotrivă a investitorilor și speculatorilor.*

Au existat întotdeauna argumente solide din punct de vedere teoretic în sprijinul reinvestirii profiturilor atunci când acest lucru era de așteptat să ducă la o creștere substanțială a câștigurilor. Au existat însă și câteva contraargumente solide, cum ar fi: profiturile „aparțin" acționarilor și ei sunt îndreptățiți să decidă distribuirea lor cu prudență; mulți acționari au nevoie de dividende pentru a supraviețui; profiturile pe care le primesc sub formă de dividende sunt „bani adevărați", pe când cei păstrați în firmă pot să se concretizeze sau să

---

* Situația ironică pe care Graham o prezintă aici s-a manifestat cu și mai mare intensitate în anii 1990, când aproape că puteai să fii sigur că, cu cât o companie era mai puternică, cu atât scădeau mai mult șansele ca ea să plătească dividende – sau ca acționarii ei să vrea să primească dividende. „Rata de plată a dividendului" (adică procentul din profit pe care acompaniile îl plătesc sub formă de dividende) a scăzut de la „60-75%" pe vremea lui Graham la 35-40% la sfârșitul anilor 1990.

Scanned with OKEN Scanner

nu se concretizeze mai târziu ca valori palpabile pentru acţionari. Aceste contraargumente au fost de fapt atât de convingătoare, încât piaţa bursieră a manifestat o predilecţie constantă pentru companiile care au plătit dividende mari, în defavoarea celor care n-au plătit dividende ori au plătit dividende relativ mici.[1]

În ultimii 20 de ani, teoria „reinvestirii profitabile" a câştigat teren. Cu cât creşterea înregistrată în trecut a fost mai mare, cu atât investitorii şi speculatorii au fost mai dispuşi să accepte plata unor dividende mici. Acest lucru este cu atât mai evident cu cât, în cazul multor firme care au înregistrat o creştere deosebită, mărimea dividendului – sau chiar lipsa acestuia – a părut a nu avea practic niciun efect asupra preţului de piaţă.*

Legat de acest fenomen, un exemplu surprinzător ni-l oferă istoria companiei Texas Instruments Inc. Preţul acţiunilor ei ordinare a crescut de la 5 în 1953 la 256 în 1960, în vreme ce profitul a crescut de la 43 de cenţi la 3,91 $ pe acţiune şi nu s-a plătit niciun dividend. (În 1962, firma a început să plătească dividende, dar, în anul respectiv, profitul a scăzut la 2,14 $, iar preţul a înregistrat o spectaculoasă scădere, ajungând la un nivel minim de 49.)

Un alt exemplu extrem ni-l oferă compania Superior Oil. În 1948, aceasta a raportat un profit de 35,26 $ pe acţiune, a plătit dividende de 3 $, iar acţiunile ei s-au vândut cu un maxim de 235. În 1953, dividendul a fost micşorat la 1 $, însă preţul maxim a fost de 660. În 1957, firma *n-a plătit dividende deloc*, iar acţiunile ei s-au vândut cu 2.000! Aceste titluri mai puţin obişnuite au coborât ulterior la 795 în 1962, când firma a obţinut un profit de 49,50 $ pe acţiune şi a plătit un dividend de 7,50 $†

---

* La sfârşitul anilor 1990, companiile producătoare de tehnologie erau în mod special susţinătoarele teoriei potrivit căreia profitul lor trebuie „reinvestit în afacere", putând aduce astfel câştiguri mai mari decât cele pe care le-ar putea obţine vreodată un acţionar din afară reinvestind aceiaşi bani în cazul în care aceştia i s-ar plăti sub formă de dividende. Este incredibil faptul că investitorii n-au pus niciodată la îndoială valabilitatea acestui principiu paternalist – ori chiar au realizat faptul că banii unei companii aparţin acţionarilor, nu managerilor ei. A se vedea comentariul la acest capitol.

† Preţul acţiunilor Superior Oil a atins 2.165 $ în 1959, când firma a plătit un dividend de 4 $. Mulţi ani, acţiunile Superior au avut cel mai mare preţ dintre toate acţiunile cotate la Bursa de Valori de la New York. Compania Superior, controlată de familia Keck din Houston, a fost cumpărată de Mobil Corp. în 1984.

Scanned with OKEN Scanner

Atitudinea investitorilor este departe de a se fi cristalizat în această chestiune a politicii dividendelor pe care o aplică firmele în expansiune. Părerile contradictorii sunt foarte bine ilustrate de cazurile a două corporații foarte mari – American Telephone & Telegraph și International Business Machines. Acțiunile American Tel. & Tel. au ajuns să fie considerate titluri cu mari posibilități de creștere, aspect reflectat de faptul că, în 1961, ele s-au vândut la un preț de 25 de ori mai mare decât profitul din acel an. Cu toate acestea, politica firmei cu privire la dividende a rămas un factor de primă importanță pentru investitori și speculatori, cursul reacționând imediat chiar și la *zvonurile* referitoare la creșterea iminentă a dividendului. Pe de altă parte, dividendelor în *numerar* ale IBM se pare că li s-a acordat o atenție mai mică, acestea dând un randament de numai 0,5% la prețul maxim al anului 1960 și de 1,5% la prețul de închidere din 1970. (În ambele cazuri însă, scindările de acțiuni au avut o mare influență asupra pieței bursiere.)

Evaluarea pe care piața o face politicii dividendelor pare a se realiza în felul următor: acolo unde accentul nu cade în primul rând pe creștere, acțiunile sunt considerate „titluri aducătoare de venit", iar mărimea dividendului își păstrează vechiul rol de principal factor determinant al prețului de piață. La cealaltă extremă, acțiunile care fac parte în mod clar din categoria titlurilor cu creștere rapidă sunt evaluate în primul rând pe baza ritmului de creștere anticipat pentru, să zicem, următorul deceniu, iar mărimea dividendului este mai mult sau mai puțin scoasă din calcul.

Deși afirmațiile de mai înainte pot să descrie în mod adecvat tendințele actuale, ele nu lămuresc nicidecum situația tuturor acțiunilor ordinare, poate nici chiar a majorității acestora. În primul rând, multe companii ocupă o poziție intermediară, între cele care se extind și cele care nu se extind. Este greu de spus câtă importanță ar trebui să se acorde expansiunii în asemenea cazuri, iar optica pieței în această privință se poate schimba radical de la un an la altul. În al doilea rând, poate părea oarecum paradoxal să se ceară companiilor care înregistrează o creștere mai lentă să plătească dividende mai generoase. Căci acestea sunt, în general, companiile cel mai puțin prospere, iar, în trecut, cu cât firma era mai prosperă, cu atât șansele ca aceasta să plătească dividende din ce în ce mai generoase erau mai mari.

Noi credem că acționarii ar trebui să ceară de la conducerile companiilor lor fie să li se plătească o cotă normală din profit – să zicem,

Scanned with OKEN Scanner

de ordinul a două treimi – fie să li se demonstreze fără putință de tăgadă că profiturile reinvestite au dus la o creștere satisfăcătoare a câștigurilor pe acțiune. În mod obișnuit, o asemenea demonstrație s-ar putea face în cazul unei companii cunoscute pentru ritmul înalt de creștere. În multe alte cazuri însă, un raport mic de plată a dividendelor stă în mod evident la baza unui preț mediu de piață inferior valorii reale, iar din acest punct de vedere acționarii au tot dreptul să ceară și, probabil, să se plângă.

De multe ori, unei companii i s-a impus o politică prudentă în privința plăților din cauza situației financiare relativ precare și a faptului că întreg profitul ei sau cea mai mare parte a acestuia (plus fondul de depreciere) era necesară pentru plata datoriilor și consolidarea fondului de rulment. Când lucrurile stau astfel, acționarii nu prea mai au ce să comenteze – poate doar să critice conducerea pentru că a lăsat compania să ajungă într-o asemenea situație financiară nesatisfăcătoare. Uneori însă, dividendele sunt menținute la un nivel scăzut de companiile relativ sărace cu scopul declarat al extinderii activității. Considerăm că o asemenea politică este ilogică la prima vedere, ea trebuind să fie explicată pe larg și susținută cu convingere pentru ca acționarii s-o accepte. Ținând cont de ce s-a întâmplat în trecut, nu avem motive să credem *a priori* că proprietarii vor avea de câștigat dintr-o expansiune realizată cu banii lor de o companie care obține rezultate mediocre și care nu renunță la vechea conducere.

Dividendele în acțiuni și scindările de acțiuni

Este important ca investitorii să înțeleagă deosebirea fundamentală existentă între un dividend în acțiuni (denumit în mod corect astfel) și o scindare de acțiuni. Cea din urmă reprezintă o revizuire a structurii capitalului format din acțiuni ordinare – de obicei, prin emiterea a încă două-trei acțiuni pentru una singură. Acțiunile nou-emise nu au legătură cu profitul reinvestit într-o perioadă anterioară. Scopul unei asemenea emisiuni este să se micșoreze prețul de piață al acțiunilor, probabil datorită faptului că un preț mai mic ar fi mai ușor de acceptat de acționarii vechi și de cei noi. Scindarea acțiunilor se poate realiza cu ajutorul a ceea ce, din punct de vedere tehnic, poate fi numit dividend în acțiuni, lucru care implică transferul unor sume din contul

Scanned with OKEN Scanner

de profit nedistribuit în contul de capital sau prin modificarea valorii nominale, ceea ce nu afectează profitul.*

Ar trebui să numim *dividend propriu-zis în acțiuni* acel dividend plătit acționarilor pentru a le oferi o dovadă palpabilă sau pentru a-și face o părere despre mărimea *efectivă* a profitului reinvestit pentru ei pe o perioadă relativ scurtă din trecutul apropiat – să zicem, nu mai mult de doi ani anteriori. În prezent, este acceptată practica evaluării unui asemenea dividend în acțiuni la valoarea aproximativă din momentul declarării și a transferului unei sume egale cu valoarea respectivă din contul de profit nedistribuit în contul de capital. Astfel, suma corespunzătoare unui dividend în acțiuni este relativ mică – în majoritatea cazurilor, nu mai mare de 5%. În esență, un dividend în acțiuni de acest gen are același efect de ansamblu ca și plata din profit a unei sume echivalente în numerar, însoțite de vânzarea către acționari a unor acțiuni suplimentare cu o valoare totală asemănătoare. Dividendul propriu-zis în acțiuni oferă însă un important avantaj de ordin fiscal față de combinația echivalentă formată din dividende în numerar și drepturi de subscriere, care constituie o practică obișnuită pentru companiile de utilități publice.

Bursa de Valori New York a stabilit cota de 25% drept linie de demarcație între scindările de acțiuni și dividendele în acțiuni. Ceea ce este egal cu 25% sau depășește această cotă nu trebuie însoțit de transferul unei sume echivalente din contul de profit nedistribuit în contul de capital etc.† Unele companii, mai ales băncile, nu încetează totuși să declare dividendul în acțiuni pe care-l doresc – de pildă, un dividend de 10%, fără legătură cu profitul obținut în ultima vreme –

---

* Astăzi, practic toate scindările de acțiuni au loc prin modificarea valorii. În cazul unei scindări în raportul de doi la unu, o acțiune se împarte în două acțiuni, fiecare vânzându-se la jumătate din prețul acțiunii originare; în cazul unei scindări în raportul de trei la unu, o acțiune se împarte în trei acțiuni, fiecare vânzându-se la o treime din prețul anterior și așa mai departe. Numai rareori se transferă o sumă „din contul de profit nedistribuit în contul de capital", ca pe vremea lui Graham.

† Regula 703 a Bursei de Valori New York (NYSE) se referă la scindările de acțiuni și la dividendele în acțiuni. NYSE consideră acum dividendele în acțiuni mai mari de 25% și mai mici de 100% drept „scindări parțiale de acțiuni". Spre deosebire de vremea în care scria Graham, aceste dividende în acțiuni pot determina acum bursa să ceară respectarea condiției contabile ca suma aferentă dividendului să provină din profitul nedistribuit.

Scanned with OKEN Scanner

iar aceste situaţii menţin o nedorită stare de confuzie pe piaţa financiară.

Susţinem de multă vreme necesitatea aplicării unei politici sistematice şi clar formulate cu privire la plata dividendelor în numerar şi în acţiuni. În conformitate cu o asemenea politică, dividendele în acţiuni se plătesc periodic cu scopul de a capitaliza întregul profit reinvestit sau numai o anumită parte a acestuia. O politică de acest gen – care prevede capitalizarea întregului profit reinvestit – a fost aplicată de Purex, Government Employees Insurance şi alte câteva instituţii.*

Dividendele în acţiuni de orice fel par a fi dezaprobate de majoritatea celor care scriu pe această temă. Ei subliniază că acestea nu sunt decât nişte hârtii, că nu le oferă acţionarilor nimic din ce n-au avut înainte şi că dau naştere unor cheltuieli şi probleme inutile.† În ceea ce ne priveşte, considerăm că acesta este un punct de vedere cu totul doctrinar, care nu ţine seama de aspectele practice şi psihologice ale activităţii investitorilor. Este adevărat că un dividend periodic în acţiuni – să zicem de 5% – modifică numai „forma" investiţiei proprietarului. El are 105 acţiuni în loc de 100; însă fără dividendul în acţiuni, cele 100 de acţiuni iniţiale ar fi reprezentat aceeaşi participaţie pe care o reprezintă acum cele 105 acţiuni ale sale. Cu toate acestea, pentru el, modificarea formei are de fapt o importanţă şi o valoare reală. Dacă vrea să încaseze partea sa din profiturile reinvestite, el

---

* Această politică, deja puţin întâlnită pe vremea lui Graham, este extrem de rară astăzi. În 1936 şi apoi în 1950, cam jumătate dintre acţiunile cotate la NYSE aduceau un aşa-numit dividend special. Până în 1970 însă, ponderea lor scăzuse la mai puţin de 10%, iar în anii 1990 era cu mult sub 5%. A se vedea Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, „Special Dividends and the Evolution of Dividend Signaling", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, nr. 3, septembrie 2000, pp. 309-354. Explicaţia cea mai plauzibilă a acestui declin este aceea că managerii companiilor n-au mai agreat ideea conform căreia acţionarii ar putea considera dividendele speciale un semn al faptului că profiturile ar putea fi mici pe viitor.

† Critica lumii academice îndreptată împotriva dividendelor i-a avut în frunte pe Merton Miller şi Franco Modigliani, al căror influent articol, intitulat „Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares" (1961), i-a ajutat să primească Premiul Nobel pentru Economie. Miller şi Modigliani susţineau, în principiu, că dividendele nu sunt relevante, căci unui investitor n-ar trebui să-i pese dacă profitul lui vine sub forma dividendelor şi a creşterii preţului acţiunilor sau numai sub forma creşterii preţului acţiunilor, atâta vreme cât profitul total este acelaşi în ambele cazuri.

Scanned with OKEN Scanner

poate să vândă noul certificat care i-a fost dat, în loc să strice certificatul originar. Se poate aştepta să primească acelaşi dividend în numerar pentru 105 acţiuni ca şi mai înainte pentru cele 100 de acţiuni ale sale; o creştere cu 5% a dividendului în numerar fără acordarea dividendului în acţiuni ar fi mai puţin probabilă.*

Avantajele unei politici de acordare periodică a unui dividend în acţiuni sunt extrem de evidente atunci când aceasta este comparată cu practica obişnuită a companiilor de utilităţi publice de a plăti dividende generoase în numerar şi de a lua după aceea înapoi o bună parte din aceşti bani de la acţionari prin vânzarea unor acţiuni suplimentare (cu ajutorul drepturilor de subscriere).† Aşa cum am menţionat mai înainte, acţionarii s-ar găsi exact în aceeaşi situaţie dacă ar primi dividende în acţiuni în locul combinaţiei obişnuite, formate din dividende în numerar urmate de subscripţii în acţiuni – doar că nu ar mai plăti impozitul pe venit pe care-l plătesc la dividendele în numerar. Cei care au nevoie sau vor să obţină un venit anual maxim în numerar, fără acţiuni suplimentare, îl pot obţine vânzându-şi dividendele în acţiuni aşa cum, în prezent, îşi vând drepturile de subscriere.

Suma totală corespunzătoare impozitului pe venit care ar putea fi economisită prin înlocuirea combinaţiei actuale formate din dividende în acţiuni şi drepturi de subscriere cu dividendele în acţiuni este enormă. Insistăm ca această schimbare să fie făcută de companiile de utilităţi publice, în ciuda efectelor negative asupra Trezoreriei SUA, deoarece suntem convinşi că este cu totul inechitabil să pui un al doilea impozit pe un venit (personal) care nu este însuşit de fapt de

---

* Argumentul lui Graham nu mai este valabil, investitorii de azi putând ignora fără probleme acest pasaj. Acţionarii nu mai trebuie să-şi facă griji pentru că „ar trebui să strice" un certificat de acţionar, căci practic toate acţiunile există acum în formă electronică, nu pe hârtie. Iar când Graham spune că o creştere cu 5% a dividendului în numerar pentru 100 de acţiuni este mai puţin „probabilă" decât plata unui dividend constant pentru 105 acţiuni, nu este limpede cum putea măcar să calculeze această probabilitate.

† Drepturile de subscriere, denumite adeseori simplu „drepturi", sunt folosite mai puţin astăzi decât pe vremea lui Graham. Ele îi conferă acţionarului existent dreptul de a cumpăra alte acţiuni, uneori la un preţ mai mic faţă de cel al pieţei. Un acţionar care nu are asemenea drepturi va ajunge să posede o parte mai mică din capitalul companiei. Astfel, asemenea multor altor lucruri care sunt considerate „drepturi", şi în acest caz este vorba adeseori despre o oarecare constrângere. În prezent, drepturile se întâlnesc cel mai des în cazul fondurilor închise, al societăţilor de asigurări şi al altor holdinguri.

Scanned with OKEN Scanner

acţionari, din moment ce firmele iau aceşti bani înapoi în urma vânzării acţiunilor.*

Corporaţiile eficiente îşi modernizează continuu facilităţile, produsele, evidenţa contabilă, programele de instruire managerială, relaţiile cu angajaţii proprii. Este timpul ca ele să se gândească şi la modernizarea principalelor practici financiare, una dintre cele mai importante fiind politica dividendelor.

* La începutul lui 2003, administraţia George W. Bush a făcut progrese în direcţia rezolvării problemei dublei impuneri a dividendelor, deşi este prea devreme să ne dăm seama cât de utile se vor dovedi legile care vor fi adoptate în acest domeniu. O soluţie mai simplă ar fi ca dividendele să fie deduse din impozitul plătit de companie, însă legislaţia propusă nu prevede aşa ceva.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 19

„Cele mai periculoase neadevăruri sunt adevărurile uşor distorsionate."
G.C. Lichtenberg

DE CE A ARUNCAT GRAHAM PROSOPUL?

Poate că nicio altă parte a „Investitorului inteligent" nu a fost modificată mai drastic de Graham ca acest capitol. În prima ediție, el făcea pereche cu un alt capitol şi, împreună, se întindeau pe aproape 34 de pagini. Secțiunea respectivă (intitulată „Investitorul ca proprietar de firmă") se ocupa cu drepturile de vot ale acționarilor, cu modalitățile de apreciere a calității managementului şi cu tehnicile de identificare a conflictelor de interese dintre inițiați şi investitorii din afară. În această ultimă ediție revizuită, Graham a redus întreaga discuție la mai puțin de opt pagini laconice despre dividende.

De ce a renunțat Graham la peste trei sferturi din discursul originar? După decenii de îndemnuri, el a încetat în mod evident să mai spere că investitorii vor fi vreodată interesați de comportamentul managerilor firmelor.

Însă ultimul val de scandaluri – alegațiile referitoare la comportamentul incorect al managerilor, practicile contabile suspecte sau manevrele fiscale ale unor firme importante precum AOL, Enron, Global Crossing, Sprint, Tyco şi WorldCom – sunt dovada cea mai clară a faptului că semnalele de avertizare trase mai demult de Graham în privința manifestării unei vigilențe permanente sunt mai importante ca oricând. Să ne întoarcem la ele şi să le discutăm în lumina evenimentelor actuale.

TEORIE CONTRA PRACTICĂ

Graham îşi începe capitolul originar (din ediția 1949) despre „Investitor ca proprietar de firmă" subliniind faptul că, *în teorie*, „acționarii luați ca o clasă sunt regele. Acționând ca o majoritate, ei pot angaja şi concedia conducerile, supunându-le cu totul voii lor". *În practică* însă, spune Graham,

Scanned with OKEN Scanner

> acționarii sunt un dezastru complet. Ca clasă, ei nu manifestă nici inteligență, nici agerime. Votează ca o turmă, indiferent ce propune conducerea și indiferent cât de slabe sunt rezultatele acesteia... Singurul mod de a-l face pe acționarul american obișnuit să întreprindă *singur* o acțiune inteligentă ar fi să pui o petardă sub el... Nu putem să nu remarcăm faptul paradoxal că Iisus pare a fi fost un om de afaceri mai practic decât sunt acționarii americani.[1]

Graham vrea ca dumneavoastră să vă dați seama de un lucru elementar, dar extraordinar de profund: când cumpărați o acțiune, deveniți proprietar al acelei companii. Toți managerii ei, până la directorul general, lucrează pentru dumneavoastră. Consiliul de administrație trebuie să răspundă în fața dumneavoastră. Banii ei vă aparțin. Afacerile ei sunt proprietatea dumneavoastră. Dacă nu vă place cum este administrată compania dumneavoastră, aveți dreptul să cereți ca managerii să fie dați afară, ca administratorii să fie schimbați sau ca firma să fie vândută. „Acționarii", afirmă Graham, „ar trebui să se trezească."[2]

PROPRIETARUL INTELIGENT

Investitorii de astăzi au uitat mesajul transmis de Graham. Ei se frământă foarte mult când cumpără acțiuni, puțin când le vând și deloc când acestea se află în posesia lor. „Cu siguranță", ne reamintește

---

[1] Benjamin Graham, *The Intelligent Investor* (Harper & Row, New York, 1949), pp. 217, 219, 240. Graham explică astfel referirea la Iisus: „În cel puțin patru parabole din Evanghelii se face referire la existența unei relații deosebit de importante între omul cu stare și cei pe mâna cărora acesta își dă avutul. Cele mai relevante sunt cuvintele pe care „un oarecare om bogat" le rostește față de iconomul sau administratorul său, acuzat că-i risipește avuțiile: „Dă-mi socoteală de iconomia ta, căci nu mai poți să fii iconom." (*Luca*, 16, 2). Printre alte parabole pe care Graham pare a le avea în vedere este și cea de la *Matei*, 25, 15-28.

[2] Benjamin Graham, „A Questionnaire on Stockholder-Management Relationship", *The Analysts Journal*, trimestrul al IV-lea, 1947, p. 62. Graham subliniază că a realizat un sondaj printre circa 600 de analiști de valori mobiliare și a constatat că peste 95% dintre ei credeau că acționarii au dreptul de a cere o anchetă oficială în cazul managerilor a căror activitate nu contribuie la creșterea valorii acțiunilor. Graham adaugă sec că „despre așa ceva aproape că nu s-a auzit în practică". Aceasta, spune el, „evidențiază marele decalaj existent între ceea ce ar trebui să se întâmple și ceea ce se întâmplă de fapt în relațiile dintre acționari și conducere".

Scanned with OKEN Scanner

Graham, „există tot atâtea motive pentru a da dovadă de grijă şi discernământ atunci când *eşti* ca şi atunci când *devii* acţionar."[3]

Deci ce ar trebui să faceţi, în calitate de investitor inteligent, pentru a fi şi un proprietar inteligent? Graham ne spune la început că „sunt numai două întrebări fundamentale cărora acţionarii ar trebui să le dea atenţie:

1. Conducerea este destul de eficientă?
2. Interesele acţionarilor obişnuiţi *din afară* sunt luate în seamă aşa cum ar trebui?"[4]

Ar trebui să judecaţi eficienţa conducerii comparând rentabilitatea, dimensiunea şi competitivitatea fiecărei companii cu cele ale unor firme similare din acelaşi domeniu de activitate. Şi dacă ajungeţi la concluzia că managerii nu sunt buni? Atunci, vă îndeamnă Graham,

> câţiva dintre acţionarii mai importanţi ar trebui să se convingă de faptul că este necesară o schimbare şi ar trebui să fie dispuşi să urmărească acel scop. În al doilea rând, acţionarii de rând ar trebui să fie destul de receptivi pentru a citi declaraţiile de împuternicire şi pentru a cântări argumentele ambelor părţi. Ei trebuie cel puţin să-şi poată da seama când firma lor n-a avut succes şi să fie gata să ceară nu doar nişte platitudini abil formulate drept justificare din partea conducerii existente. În al treilea rând, când cifrele arată clar că rezultatele sunt cu mult sub medie, ar fi foarte bine dacă s-ar crea obiceiul de a chema ingineri în ale afacerilor din afara firmei cărora să li se încredinţeze politicile şi competenţa conducerii acesteia.[5]

---

[3] Graham şi Dodd, „Analiza valorilor mobiliare" (ediţia din 1934), p. 508.

[4] *The Intelligent Investor*, ediţia din 1949, p. 218.

[5] Ediţia din 1949, p. 223. Graham adaugă că ar fi necesar un vot prin împuternicire pentru a autoriza un comitet independent format din acţionari externi să aleagă „firma de inginerie" care să-şi prezinte raportul acţionarilor, nu consiliului de administraţie. Compania ar urma totuşi să suporte costurile acestui demers. Dintre „firmele de inginerie" la care se gândea Graham făceau parte agenţiile de investiţii, agenţiile de rating şi organizaţiile analiştilor de valori mobiliare. Astăzi, investitorii ar putea alege dintre sute de firme de consultanţă, firme de consiliere în proiecte de restructurare şi membri ai unor instituţii precum Asociaţia de Management al Riscurilor.

Scanned with OKEN Scanner

ŞMECHERIA ENRON

În 1999, Enron Corp. ocupa poziția a şaptea pe lista *Fortune* 500 a celor mai prospere companii americane. Încasările, valoarea activelor şi profitul gigantului din sectorul energetic creşteau într-un ritm extraordinar.

Dar ce s-ar fi întâmplat dacă un investitor ar fi ignorat fascinația şi cifrele care-ți luau ochii, examinând pur şi simplu, cu lupa bunului simț, declarația de împuternicire emisă de Enron în 1999? Sub titlul „Anumite tranzacții", în aceasta se arăta că managerul financiar al companiei, Andrew Fastow, era „membru asociat" a două societăți, LJM1 şi LJM2, care cumpărau „investiții conexe sectorului energetic şi comunicațiilor". Şi de la cine cumpărau LJM1 şi LJM2? De la cine altcineva decât de la Enron! În declarația de împuternicire se arăta că societățile respective cumpăraseră deja de la Enron active în valoare de 170 de milioane $ – folosind uneori bani împrumutați de la Enron.

Investitorul inteligent ar fi întrebat imediat:

- Administratorii Enron au aprobat acest aranjament? (Potrivit declarației de împuternicire, l-au aprobat.)
- Fastow primea o parte din profitul LJM? (Potrivit declarației de împuternicire, primea.)
- Ca manager financiar al Enron, Fastow era obligat să acționeze exclusiv în interesul acționarilor Enron? (Bineînțeles.)
- Fastow era dator aşadar să obțină un preț cât mai mare pentru activele vândute de Enron? (Fără îndoială.)
- Dar dacă LJM plătea un preț mare pentru activele Enron, oare acest lucru nu contribuia la scăderea profitului potențial al LJM – şi a venitului personal al lui Fastow? (Evident că da.)
- În schimb, dacă LJM plătea un preț mic, nu creştea astfel profitul lui Fastow şi al societăților sale, diminuându-se venitul lui Enron? (Evident că da.)
- Trebuia Enron să împrumute societăților lui Fastow bani pentru ca ele să cumpere de la Enron active ce-i puteau aduce lui Fastow un profit personal? (Poftim?!)
- Toate acestea nu sunt cumva nişte conflicte de interese deosebit de deranjante? (Alt răspuns nu există.)

Scanned with OKEN Scanner

- Ce spune acest aranjament despre discernământul administratorilor care l-au aprobat? (Spune că ar trebui să vă investiți banii în altă parte.)

Două învățăminte clare se desprind din acest dezastru: să nu te lași niciodată acaparat atât de mult de cifre, încât să renunți o clipă la bunul simț și să citești întotdeauna declarația de împuternicire înainte de a cumpăra o acțiune (și după aceea).

Ce este această „declarație de împuternicire" și de ce insistă Graham s-o citiți? În declarația de împuternicire, pe care o trimite fiecărui acționar, compania anunță ordinea de zi a adunării generale anuale și dă amănunte cu privire la indemnizația managerilor și administratorilor, la numărul acțiunilor deținute de aceștia, precum și la tranzacțiile desfășurate între inițiați și companie. Acționarilor li se cere să voteze firma de contabilitate care ar trebui să facă revizia contabilă și componența consiliului de administrație. Dacă îți folosești bunul simț atunci când îl citești, documentul respectiv poate fi asemenea unui canar într-o mină de cărbune – un instrument de avertizare timpurie care arată că ceva nu este în regulă. (A se vedea cazul Enron.)

Cu toate acestea, în medie, între o treime și jumătate dintre toți investitorii individuali nu se deranjează să-și voteze declarațiile de împuternicire.[6] Dar oare măcar le citesc?

Înțelegerea și votarea declarației de împuternicire reprezintă pentru investitorul inteligent un lucru la fel de important ca urmărirea programelor de știri și votul în alegeri pentru un bun cetățean. Nu contează dacă sunteți proprietarul a 10% dintr-o companie sau, cu cele 100 de acțiuni nesemnificative, proprietarul a 1/10.000 din 1%. Dacă n-ați citit niciodată declarația de împuternicire a unei firme la

---

[6] Tabelele cu rezultatele votului pe anul 2002 date publicității de Georgeson Shareholder și ADP's Investor Communication Services, două companii importante care trimit investitorilor prin poștă solicitări de împuternicire, indică faptul că rata răspunsurilor este de circa 80-88% (inclusiv declarațiile de împuternicire trimise de agențiile de bursă în numele clienților lor, care sunt considerate în mod automat în favoarea conducerii dacă clienții nu specifică altfel). Astfel, deținătorii a 12-20% din totalul acțiunilor nu-și votează declarațiile de împuternicire. Cum persoanele fizice posedă numai 40% din acțiunile emise în SUA, ținând seama de valoarea de piață, iar majoritatea investitorilor instituționali, cum ar fi fondurile de pensii și societățile de asigurări, sunt obligate prin lege să participe la votarea acestor declarații, înseamnă că aproximativ o treime dintre investitori nu votează.

Scanned with OKEN Scanner

care sunteți acționar, iar aceasta din urmă dă faliment, singura persoană pe care ar trebui să dați vina sunteți dumneavoastră înșivă. Dacă ați citit declarația de împuternicire şi observați lucruri care vă deranjează, atunci:

- votați împotriva tuturor administratorilor, pentru ca ei să știe că-i dezaprobați;
- participați la adunarea generală anuală şi cereți-vă drepturile;
- găsiți un forum online dedicat companiei respective (precum cele de la adresa de Internet http://finance.yahoo.com) şi îndemnați alți investitori să se alăture cauzei dumneavoastră.

Graham se mai gândea la un lucru care ar putea fi de ajutor investitorilor de azi:

> Se pot obține avantaje în urma alegerii unuia sau mai multor administratori profesionişti independenți. Aceştia ar trebui să fie oameni cu o vastă experiență, care să poată analiza dintr-o altă perspectivă, cu pricepere problemele întreprinderii... Ei ar trebui să întocmească un raport anual separat, destinat direct acționarilor şi cuprinzând părerile lor cu privire la principala chestiune care-i priveşte pe proprietarii întreprinderii: „Oare firma obține rezultatele la care acționarul din afară s-ar putea aştepta din partea unei conduceri performante? Dacă nu, de ce – şi ce ar trebui făcut în această privință?"[7]

Nu ne putem decât închipui consternarea pe care propunerea lui Graham ar provoca-o printre camarazii de afaceri şi tovarăşii de golf care formează în mare măsură categoria administratorilor „independenți" de astăzi. (Dați-ne voie să nu credem că i-ar trece un fior pe şira spinării din cauza acesteia, căci majoritatea administratorilor independenți nu par a avea coloană vertebrală.)

ŞI TOTUŞI, AI CUI SUNT BANII?

Să trecem acum la al doilea criteriu al lui Graham – conform căruia conducerea trebuie să acționeze în interesul investitorilor din afară. Managerii le-au spus întotdeauna acționarilor că ei, managerii, ştiu cel mai bine ce trebuie făcut cu banii companiei. Graham nu s-a lăsat păcălit de aceste vorbe goale:

---

[7] Ediția din 1949, p. 224.

> Conducerea poate administra bine o companie, fără a da rezultatele dorite de acționarii din afară, deoarece eficiența ei se limitează la activitățile de exploatare și nu se extinde la folosirea optimă a capitalului. Eficiența *activității de exploatare* constă în a produce cu un cost mic și a vinde articolele cele mai profitabile. Pentru ca *activitatea financiară* să fie eficientă, trebuie ca banii acționarilor să lucreze în formele cele mai potrivite în interesul lor. Aceasta este o chestiune de care conducerea ca atare este puțin interesată. De fapt, ea vrea aproape întotdeauna de la proprietari cât mai mulți bani cu putință, cu scopul de a reduce la minimum propriile probleme financiare. Astfel, conducerea va avea în mod obișnuit la dispoziție mai mult capital decât are nevoie, dacă acționarii îi vor permite acest lucru – ceea ce se întâmplă adeseori.[8]

La sfârșitul anilor 1990 și începutul anilor 2000, conducerile unor importante companii producătoare de tehnologie au exagerat din nou cu această atitudine paternalistă. Raționamentul lor suna cam așa: de ce să ceri dividend când noi putem investi acei bani pentru tine, transformându-i într-un preț al acțiunilor din ce în ce mai mare? Uită-te numai cum urcă acțiunile noastre – nu este asta o dovadă a faptului că noi îți putem investi banii mai bine decât o poți face tu?

Incredibil este că investitorii au crezut fără rezerve acest lucru. Paternalismul a devenit atât de normal, încât, în 1999, numai 3,7% dintre companiile care au oferit pentru prima oară acțiuni publicului investitor în anul respectiv au plătit dividende – față de o medie de 72,1% în anii 1960.[9] Priviți numai cum a scăzut treptat procentajul companiilor care plătesc dividende (redat de zona întunecată):

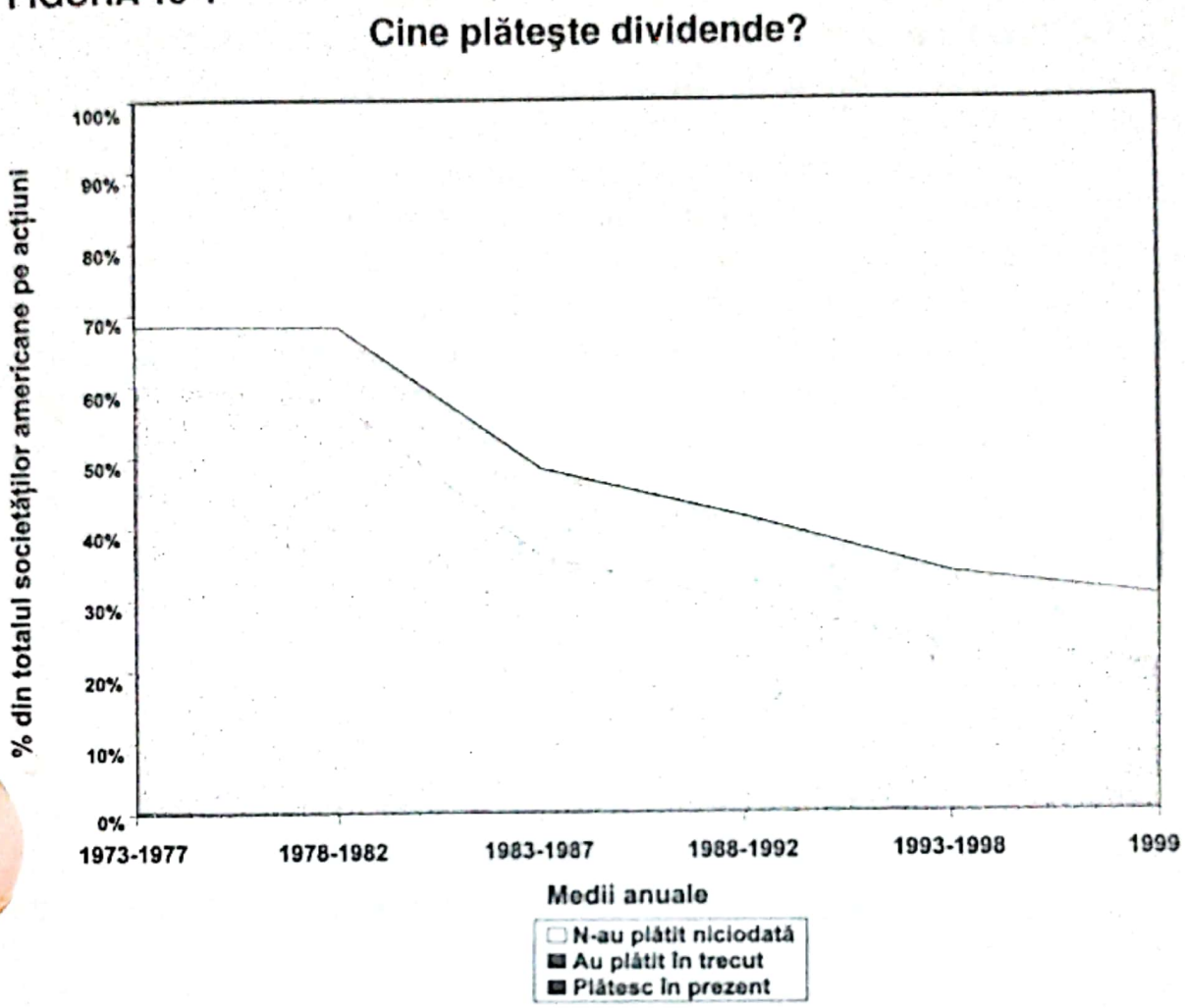
---

[8] Ediția din 1949, p. 233.

[9] Eugene F. Fama, Kenneth R. French, „Disappearing Dividends: Changing Firm Characteristics or Lower Propensity to Pay?", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nr. 1, aprilie 2001, pp. 3-43, în special tabelul 1; a se vedea și Elroy Dimson, Paul Marsh, Mike Staunton, *Triumph of the Optimists* (Princeton Univ. Press, Princeton, 2002), pp. 158-161. Este interesant faptul că valoarea totală a dividendelor plătite de societățile americane pe acțiuni a crescut de la sfârșitul anilor 1970, chiar și după luarea în considerare a inflației – însă numărul societăților care plătesc dividende s-a redus cu aproape două treimi. A se vedea Harry DeAngelo, Linda DeAngelo, Douglas J. Skinner, „Are Dividends Disappearing? Dividend Concentration and the Consolidation of Earnings", disponibil la http://papers.ssrn.com.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 19-1



Sursa: Eugene Fama, Kenneth French, „Disappearing Dividends", *Journal of Financial Economics*, aprilie 2001.

Dar paternalismul n-a fost decât o vorbă-n vânt. În vreme ce unele companii şi-au folosit bine banii, mult mai multe s-au încadrat în alte două categorii: a celor care pur şi simplu i-au irosit şi a celor care i-au adunat mult mai repede decât i-au putut cheltui.

Din prima categorie, Priceline.com a pierdut 67 de milioane $ în 2000, după ce a investit prosteşte în afaceri cu produse de băcănie şi cu benzină, în vreme ce Amazon.com a tocat cel puţin 233 de milioane $ din averea acţionarilor „investind" în bombe precum Webvan şi Ashford.com.[10] Cele mai mari pierderi consemnate până acum – de 56 de miliarde $, înregistrată de JDS Uniphase în 2001, şi

[10] Poate că Benjamin Franklin, care se spune că-şi ţinea monedele într-o pungă de azbest, pentru ca banii să n-o ardă şi să-i facă o gaură în buzunar, ar fi evitat această problemă dacă ar fi fost director general.

Scanned with OKEN Scanner

de 99 de miliarde $, înregistrată de AOL Time Warner în 2002 – au apărut după ce firmele au decis să nu plătească dividende, ci să fuzioneze cu alte companii într-un moment în care acțiunile lor erau mult supraevaluate.[11]

Din cea de-a doua categorie, gândiți-vă că, până la sfârșitul lui 2001, Oracle Corp. strânsese 5 miliarde $ în numerar. Cisco Systems acumulase cel puțin 7,5 miliarde $. Microsoft adunase un munte de disponibilități, 38,2 miliarde $, care creștea în medie cu peste 2 milioane $ *pe oră*.[12] Totuși, la ce zile negre se aștepta oare Bill Gates?

Datele neoficiale arată așadar limpede că multe companii nu știu să-și transforme excedentul de disponibilități în câștiguri suplimentare. Ce ne spun datele statistice?

- În urma studiilor făcute de agenții de investiții Robert Arnott și Clifford Asness s-a constatat că, atunci când dividendele curente sunt mici, și profiturile viitoare ale companiilor se dovedesc a fi mici. Iar când dividendele curente sunt mari, la fel sunt și profiturile viitoare. Într-o perioadă de 10 ani, ritmul mediu de creștere a profitului a fost superior cu 3,9 puncte

---

[11] În urma unui studiu realizat de *BusinessWeek*, s-a constatat că, între 1995 și 2001, 61% dintre peste 300 de fuziuni de mare anvergură s-au încheiat cu tocarea averii acționarilor companiei cumpărătoare – situație cunoscută sub numele de „blestemul câștigătorului" sau „căința cumpărătorului". Iar firmele cumpărătoare care au folosit acțiunile în locul numerarului pentru a achita contravaloarea tranzacției au obținut un randament cu 8% mai mic decât cel al companiilor rivale. (David Henry, „Mergers: Why Most Big Deals Don't Pay Off", *BusinessWeek*, 14 octombrie 2002, pp. 60-70.) În urma unui studiu academic asemănător, s-a constatat că achizițiile de companii private și filiale ale unor companii publice aduc câștiguri posesorilor de acțiuni, în vreme ce achizițiile unor întregi companii publice aduc pierderi acționarilor firmei a cărei ofertă a fost acceptată. (Kathleen Fuller, Jeffry Netter, Mike Stegemoller, „What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us?", The Journal of Finance, vol. 57, nr. 4, august 2002, pp. 1763-1793.)

[12] În condițiile în care ratele dobânzilor sunt aproape de un minim-record, un asemenea munte de disponibilități produce randamente foarte mici dacă nu este folosit în niciun fel. Așa cum afirmă Graham, „atâta vreme cât acest excedent de numerar rămâne la firmă, acționarul extern nu câștigă mare lucru de pe urma lui" (ediția din 1949, p. 232). La sfârșitul lui 2002, soldul contului de disponibilități al companiei Microsoft ajunsese chiar la 43,4 miliarde $ – dovadă clară că firma n-a reușit să dea o destinație folositoare banilor pe care îi produceau afacerile ei. Graham ar fi spus că *activitățile de exploatare* ale Microsoft erau eficiente, dar cele *financiare* nu mai erau. Pentru a mai remedia problema, conducerea Microsoft a declarat la începutul lui 2003 că, de la începutul lui 2003, va începe să plătească dividende în fiecare trimestru.

Scanned with OKEN Scanner

procentuale atunci când dividendele au fost mari decât atunci când au fost mici.[13]

- Doron Nissim şi Amir Ziv, profesori de contabilitate la Universitatea Columbia, au observat nu doar că acţiunile firmelor care măresc dividendele au un randament superior, ci şi că „mărirea dividendelor este asociată cu o rentabilitate viitoare [superioară] vreme de cel puţin patru ani de la producerea ei".[14]

Pe scurt, majoritatea managerilor se înşală când spun că vă pot folosi banii mai bine decât îi puteţi folosi dumneavoastră. Plata unui dividend nu reprezintă garanţia unor rezultate extraordinare, dar *îmbunătăţeşte* realmente randamentul acţiunilor tipice, smulgând din mâinile managerilor cel puţin o parte a banilor înainte ca aceştia să-i irosească ori să-i ascundă.

VINDE IEFTIN ŞI CUMPĂRĂ SCUMP

Ce putem spune despre teoria conform căreia companiile îşi pot folosi mai bine excedentul de numerar răscumpărându-şi acţiunile? Când o firmă îşi răscumpără o parte dintre acţiuni, se reduce numărul celor aflate în circulaţie. Chiar dacă venitul ei net rămâne acelaşi, profitul pe acţiune creşte, căci profitul total se împarte la un număr mai mic de acţiuni. Acest lucru ar trebui să ducă la creşterea preţului acţiunilor. În plus, spre deosebire de plata dividendelor, o operaţiune de răscumpărare nu-i obligă la plata impozitelor pe investitorii care nu-şi vând acţiunile.[15] Astfel, ea contribuie la creşterea valorii acţiunilor fără să se mărească obligaţiile fiscale ale investitorilor. Iar dacă acţiu-

---

[13] Robert D. Arnott, Clifford S. Asness, „Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth", *Financial Analysts Journal*, ianuarie-februarie 2003, pp. 70-87.

[14] Doron Nissim, Amir Ziv, „Dividend Changes and Future Profitability", *The Journal of Finance*, vol. 56, nr. 6, decembrie 2001, pp. 2111-2133. Chiar şi cercetătorii care nu sunt de acord cu concluziile studiilor Arnott-Asness şi Nissim-Ziv referitoare la profiturile viitoare sunt de acord cu faptul că mărirea dividendelor duce la creşterea randamentului viitor al acţiunilor; a se vedea Shlomo Benartzi, Roni Michaely, Richard Thaler, „Do Changes in Dividends Signal the Future or the Past?", *The Journal of Finance*, vol. 52, nr. 3, iulie 1997, pp. 1007-1034.

[15] Reformele fiscale propuse de preşedintele George W. Bush la începutul lui 2003 vizau modificarea regimului de impunere a dividendelor, însă, în momentul în care lucrarea de faţă se afla în tipar, soarta acestor reforme nu se cunoştea încă.

Scanned with OKEN Scanner

nile sunt ieftine, cheltuirea excedentului de numerar cu răscumpărarea lor constituie o întrebuințare excelentă a capitalului companiei.[16]

Toate acestea sunt valabile în teorie. Din păcate, în realitate, răscumpărarea acțiunilor a ajuns să servească unui scop care nu poate fi considerat decât sinistru. Acum, că opțiunile de cumpărare a acțiunilor au devenit o componentă substanțială a indemnizației cuvenite managerilor, multe companii – mai ales cele din domeniile de înaltă tehnologie – trebuie să emită sute de milioane de acțiuni pentru a le oferi managerilor care exercită opțiunile respective.[17] Acest lucru n-ar face însă decât să mărească numărul acțiunilor în circulație şi să diminueze profitul pe acțiune. Pentru a contracara această diluare, companiile trebuie să facă stânga împrejur şi să răscumpere milioane de acțiuni de pe piața liberă. În anul 2000, companiile cheltuiau 41,8% din profitul total cu răscumpărarea acțiunilor – față de 4,8% în 1980.[18]

Să vedem ce s-a întâmplat cu Oracle Corp., compania-mamut producătoare de programe informatice. Între 1 iunie 1999 şi 31 mai

---

[16] De-a lungul timpului, companiile au adoptat o abordare de bun-simț în privința răscumpărării acțiunilor, apelând mai puțin la această măsură în momentul în care prețurile acțiunilor erau mari şi mai mult când prețurile erau mici. De exemplu, după ce piața bursieră s-a prăbuşit pe 19 octombrie 1987, 400 de companii au anunțat noi răscumpărări de acțiuni numai în următoarele 12 zile – în vreme ce doar 107 firme anunțaseră că vor apela la un asemenea program în prima parte a anului, când prețurile acțiunilor fuseseră mult mai mari. A se vedea Murali Jagannathan, Clifford P. Stephens, Michael S. Weisbach, „Financial Flexibility and the Choice Between Dividends and Stock Repurchases", *Journal of Financial Economics*, vol. 57, nr. 3, septembrie 2000, p. 362.

[17] Opțiunile de cumpărare a acțiunilor acordate de o companie managerilor şi angajaților ei le dau acestora dreptul (nu şi obligația) de a cumpăra acțiuni în viitor la un preț mai mic. Transformarea opțiunilor în acțiuni poartă numele de „exercitare" a opțiunilor. Angajații pot să vândă apoi acțiunile la prețul curent al pieței şi să încaseze diferența ca profit. Pentru că, într-un an, pot fi exercitate sute de milioane de opțiuni, compania trebuie să mărească numărul acțiunilor în circulație. În acest mod însă, profitul total al companiei urmează să fie împărțit la un număr mult mai mare de acțiuni, diminuându-se profitul pe acțiune. De aceea, de regulă, compania se simte obligată că răscumpere alte acțiuni pentru a contrabalansa emisiunea acțiunilor destinate posesorilor de opțiuni. În 1998, 63,5% dintre managerii financiari au recunoscut că răscumpărarea acțiunilor are printre cauzele principale contracararea diluării provocate de opțiuni (a se vedea CFO Forum, „The Buyback Track", *Institutional Investor*, iulie 1998).

[18] Unul dintre factorii principali care a determinat această schimbare a fost decizia din 1982 a Comisiei de Valori Mobiliare şi Burse din SUA de a îndulci restricțiile cu privire la răscumpărarea acțiunilor. A se vedea Gustavo Grullon, Roni Michaely, „Dividends, Share Repurchases, and the Substitution Hypothesis", *The Journal of Finance*, vol. 57, nr. 4, august 2002, pp. 1649-1684.

Scanned with OKEN Scanner

2000, acesta a emis 101 milioane de acţiuni ordinare pentru directorii ei şi încă 26 de milioane de acţiuni pentru angajaţi, cu o valoare totală de 484 de milioane $. Între timp, pentru ca exercitarea opţiunilor acordate anterior să nu dilueze profitul pe acţiune, Oracle a cheltuit 5,3 miliarde $ – *adică 52% din încasările realizate în acel an* – pentru a răscumpăra 290,7 milioane de acţiuni. Oracle a vândut acţiunile propriului personal la un preţ mediu de 3,53 $ şi le-a răscumpărat la un preţ mediu de 18,26 $. Vinde ieftin şi cumpără scump: este acesta oare un mod de a „creşte" valoarea pentru acţionar?[19]

În 2002, acţiunile Oracle scăzuseră la mai puţin de jumătate din preţul maxim înregistrat în 2000. Acum, că acţiunile ei se ieftiniseră, s-a grăbit oare compania să răscumpere mai multe acţiuni? Între 1 iunie 2001 şi 31 mai 2002, Oracle şi-a redus răscumpărările la 2,8 miliarde $, aparent din cauză că managerii şi angajaţii săi au exercitat mai puţine opţiuni în acel an. Acelaşi obicei de a vinde ieftin şi de a cumpăra scump se observă la zeci de alte companii de înaltă tehnologie.

De ce se-ntâmplă oare aceste lucruri? Există două explicaţii surprinzătoare:

- Companiile beneficiază de avantaje fiscale în momentul în care managerii şi angajaţii îşi exercită opţiunile de cumpărare a acţiunilor (ceea ce Fiscul consideră a fi pentru companie o „cheltuială cu indemnizaţiile").[20] De exemplu, în anii fiscali 2000, 2001 şi 2002, Oracle a beneficiat de avantaje fiscale în valoare de 1,69 de miliarde $ datorită faptului că iniţiaţii şi-au

---

[19] În scrierile sale, Graham insistă asupra ideii conform căreia conducerile firmelor au datoria nu doar de a se asigura că acţiunile lor nu sunt subevaluate, ci şi de a se asigura că ele nu sunt niciodată supraevaluate. Aşa cum arată în lucrarea „Analiza valorilor mobiliare" (ediţia din 1934, p. 515), „responsabilitatea conducerilor de a acţiona în interesul acţionarilor lor include obligaţia de a preveni – atât cât este cu putinţă – stabilirea atât a unor preţuri absurd de mari, cât şi a unor preţuri peste măsură de mici pentru titlurile lor". Astfel, mărirea valorii pentru acţionar nu constă doar în a preveni scăderea exagerată a preţului acţiunilor, ci şi în a împiedica preţul acţiunilor să atingă niveluri nejustificat de *mari*. Ce bine ar fi fost dacă managerii companiilor de pe Internet ar fi ţinut cont de observaţiile lui Graham încă din 1999!

[20] Este incredibil faptul că, deşi opţiunile sunt considerate o cheltuială cu indemnizaţiile în declaraţiile de venit ale unei companii, ele nu sunt socotite o cheltuială în situaţia veniturilor din rapoartele financiare destinate acţionarilor. Investitorii nu pot spera decât ca reformele contabile să schimbe această practică absurdă.

Scanned with OKEN Scanner

exercitat opțiunile. Sprint Corp. a încasat beneficii fiscale de 678 de milioane $ pentru că managerii şi angajații ei au realizat din exercitarea opțiunilor profituri de 1,9 miliarde $ în 1999 şi 2000.

- Un manager recompensat cu un număr mare de opțiuni de cumpărare a acțiunilor este legitim interesat să favorizeze răscumpărarea acțiunilor în dauna plății dividendelor. De ce? Din motive tehnice, valoarea opțiunilor creşte atunci când fluctuațiile prețului unei acțiuni se amplifică. În schimb, dividendele reduc volatilitatea prețului unei acțiuni. Deci, dacă managerii ar mări dividendul, ar scădea valoarea propriilor opțiuni de cumpărare a acțiunilor.[21]

Nu este de mirare că managerii generali ar prefera să răscumpere acțiuni decât să plătească dividende – indiferent cât de supraevaluate ar fi acțiunile sau câți bani ai acționarilor din afară ar putea irosi.

CONDIȚIONAREA OPȚIUNILOR

În sfârşit, investitorii adormiți le-au dat mână liberă companiilor proprii să le plătească managerilor salarii anormal de mari. În 1997, Steve Jobs, cofondatorul companiei Apple Computer Inc., s-a întors la companie în calitate de manager general „interimar". Deja un om bogat, Jobs a insistat să primească un salariu în numerar de 1 $ pe an. La sfârşitul lui 1999, în semn de mulțumire adusă lui Jobs pentru că a servit ca manager general „în ultimii doi ani şi jumătate fără a beneficia de indemnizație", consiliul de administrație i-a făcut cadou

---

[21] A se vedea George W. Fenn, Nellie Liang, „Corporate Payout Policy and Managerial Stock Incentives", *Journal of Financial Economics*, vol. 60, nr. 1, aprilie 2001, pp. 45-72. Dividendele măresc volatilitatea prețului acțiunilor prin faptul că generează un flux de venituri curente care-i protejează pe acționari de fluctuațiile valorii de piață. Câțiva cercetători au constatat că rentabilitatea medie a companiilor care apelează la măsuri de răscumpărare a acțiunilor (dar nu plătesc dividende în numerar) este cel puțin de două ori mai instabilă decât cea a companiilor care plătesc dividende. În general, o variabilitate mai mare a profitului duce la fluctuații mai mari ale prețului acțiunilor, sporind valoarea opțiunilor de cumpărare a acțiunilor pe care le posedă managerii – oferindu-le mai multe ocazii în momentul în care prețurile acțiunilor vor atinge temporar un nivel înalt. Astăzi, circa două treimi din indemnizația de care beneficiază managerii sunt formate din opțiuni şi alte beneficii care nu îmbracă forma numerarului; cu treizeci de ani în urmă, cel puțin două treimi din indemnizație erau în numerar.

Scanned with OKEN Scanner

propriul avion cu reacție denumit „Gulfstream", care a costat compania doar 90 de milioane $. Luna următoare, Jobs a acceptat să renunțe la cuvântul „interimar" din titulatura postului său, iar consiliul de administrație l-a răsplătit cu opțiuni de cumpărare a 20 de milioane de acțiuni. (Până atunci, Jobs deținuse în total două acțiuni Apple.)

Principiul care stă la baza acordării acestor opțiuni constă în punerea de acord a intereselor managerilor cu cele ale investitorilor din afară. Dacă sunteți acționar extern al firmei Apple, vreți ca managerii ei să fie recompensați doar dacă acțiunile Apple dau randamente superioare. Alt criteriu nu vi s-ar părea corect nici dumneavoastră, nici celorlalți proprietari ai companiei. Dar, aşa cum arată John Bogle, fost preşedinte al fondurilor Vanguard, aproape toți managerii îşi *vând* acțiunile pe care le primesc imediat după exercitarea opțiunilor. Cum este posibil ca renunțarea la milioane de acțiuni în schimbul unui profit imediat să pună de acord interesele lor cu cele ale acționarilor fideli companiei?

În cazul lui Jobs, dacă acțiunile Apple vor creşte cu numai 5% anual până la începutul lui 2010, el va putea să primească pentru opțiunile sale 548,3 milioane $. Cu alte cuvinte, chiar dacă acțiunile Apple nu dau un randament mai mare decât jumătate din randamentul mediu pe termen lung al întregii piețe bursiere, Jobs va avea şansa nesperată de a obține un câştig de jumătate de miliard de dolari.[22] Sunt astfel puse de acord interesele sale cu cele ale acționarilor Apple – sau acest lucru dăunează încrederii pe care acționarii companiei au acordat-o consiliului de administrație?

Citind cu atenție declarațiile de împuternicire, proprietarul inteligent va vota împotriva oricărui plan de acordare de indemnizații care foloseşte opțiunile pentru a încredința managerilor peste 3% din totalul acțiunilor în circulație ale companiei. Iar dumneavoastră ar trebui să vă opuneți oricărui plan care nu condiționează acordarea opțiunilor de existența unei dovezi rezonabile, pe termen lung privind obținerea unor rezultate superioare – cum ar fi depăşirea randamentului mediu al acțiunilor din acelaşi domeniu de activitate timp de cel puțin cinci ani. Niciun manager general nu merită să se îmbogățească dacă a obținut rezultate care nu vă sunt favorabile.

---

[22] Declarația de împuternicire a companiei Apple Computer Inc. pentru adunarea generală anuală din 2001, p. 8 (disponibilă la www.sec.gov). Numărul opțiunilor şi al acțiunilor deținute de Jobs este ajustat pentru o scindare a acțiunilor în raportul de doi la unu.

Scanned with OKEN Scanner

UN GÂND DE ÎNCHEIERE

Să ne întoarcem la recomandarea făcută de Graham ca membrii independenți ai consiliului de administrație al fiecărei companii să raporteze în scris acționarilor dacă aceasta este administrată corespunzător în interesul adevăraților ei proprietari. Ce-ar fi ca administratorii independenți să trebuiască să justifice politica firmei cu privire la dividende şi la răscumpărarea acțiunilor? Ce-ar fi ca ei să trebuiască să explice cum au ajuns la concluzia că conducerea firmei nu are un salariu prea mare? Şi ce-ar fi ca fiecare investitor să devină un proprietar inteligent şi să citească realmente acel raport?

Scanned with OKEN Scanner

CAPITOLUL 20

„Marja de siguranţă" – concept de bază al activităţii de investiţii

Vechea legendă spune că, în cele din urmă, înţelepţii rezumară istoria lucrurilor pieritoare într-o singură propoziţie: „Şi asta va trece."* Puşi în faţa unei încercări asemănătoare, de a exprima în trei cuvinte secretul investiţiilor sigure, îndrăznim să propunem motoul MARJĂ DE SIGURANŢĂ. Acesta este firul care uneşte toate analizele anterioare cu privire la politica de investiţii – adeseori în mod explicit, uneori într-o manieră mai puţin directă. În continuare vom încerca, pe scurt, să urmărim ideea respectivă într-o discuţie coerentă.

Toţi investitorii experimentaţi îşi dau seama că marja de siguranţă este esenţială pentru alegerea unor obligaţiuni şi acţiuni privilegiate sigure. De exemplu, o societate de căi ferate ar fi trebuit să aibă un raport profit-cheltuieli fixe totale mai mare de cinci (înainte de scăderea impozitului pe profit), într-o perioadă de câţiva ani, pentru ca obligaţiunile ei să fie considerate titluri din categoria investiţiilor. Această capacitate de a realiza în *trecut* un profit mai mare decât cheltuielile cu dobânzile constituie marja de siguranţă pe care se pune bază pentru a-l proteja pe investitor de pierderi sau dezamăgiri în eventualitatea unui declin *viitor* al profitului. (Marja la cheltuieli poate fi exprimată şi în alte feluri – de exemplu, ca procent cu care încasările sau profiturile pot să scadă înainte să dispară soldul rămas după scăderea dobânzii – însă ideea de bază rămâne aceeaşi.)

---

* „Se spune că un monarh oriental le-a cerut înţelepţilor săi să formuleze o propoziţie care să fie avută mereu în vedere şi care să fie adevărată şi potrivită în toate momentele şi situaţiile. Ei au venit în faţa lui cu cuvintele: *«Apoi, şi asta va trece.»* Câte lucruri exprimă! Cât de moralizatoare sunt în clipele de mândrie! Şi cât de mângâietoare, în adâncurile suferinţei! «Apoi, şi asta va trece.» Cu toate acestea, să nădăjduim că ele nu sunt *foarte* adevărate." – Abraham Lincoln, cuvântare rostită în faţa membrilor Societăţii Agricole a Statului Wisconsin, Milwaukee, 30 septembrie 1859, în *Abraham Lincoln: Speeches and Writings, 1859-1865* (Library of America, 1985), vol. II, p. 101.

Scanned with OKEN Scanner

Investitorul în obligațiuni nu se așteaptă ca, în viitor, profitul mediu să fie la fel de mare ca în trecut; dacă ar fi sigur de asta, marja cerută ar putea fi mică. De asemenea, el nu poate aprecia dacă profiturile viitoare vor fi cu mult mai mari sau mai mici decât cele din trecut; dacă ar putea acest lucru, ar trebui să determine marja în funcție de valorile *preliminate* cu atenție în contul de venituri și cheltuieli, în loc să pună accentul pe marja rezultată din realizările anterioare. În acest caz, marja de siguranță are, în principiu, rolul de a face inutilă estimarea exactă a situației viitoare. Dacă marja este mare, atunci este destul să se presupună că profiturile viitoare nu vor fi cu mult mai mici decât cele din trecut pentru ca un investitor să se simtă suficient de protejat de vicisitudinile timpului.

Pentru obligațiuni, marja de siguranță se mai poate calcula comparând valoarea totală a întreprinderii cu suma datoriilor. (Un calcul similar se poate face pentru o emisiune de acțiuni privilegiate.) Dacă firma datorează 10 milioane $ și valorează de fapt 30 de milioane $, atunci valoarea poate să scadă cu două treimi – teoretic cel puțin – înainte ca posesorii de obligațiuni să sufere pierderi. Diferența dintre valoarea întreprinderii și datorii, sau „tamponul", se poate determina cu aproximație folosind prețul mediu de piață al emisiunilor de acțiuni secundare dintr-un interval de câțiva ani. Cum prețul mediu al acțiunilor are, în general, legătură cu capacitatea medie de a produce câștig, marja „valorii întreprinderii" raportate la datorii și marja profiturilor raportate la cheltuieli vor fi, în majoritatea cazurilor, similare.

Atât despre conceptul de marjă de siguranță aplicat la „investițiile de valoare fixă". Poate fi el aplicat în domeniul acțiunilor ordinare? Da, dar cu câteva modificări necesare.

Există situații în care o acțiune ordinară poate fi considerată sigură pentru că beneficiază de o marjă de siguranță la fel de mare ca aceea a unei obligațiuni de bună calitate. Așa se va întâmpla, de exemplu, atunci când o companie are în circulație numai acțiuni ordinare care, în condiții de criză economică, se vând la un preț mai mic decât obligațiunile care ar putea fi emise fără a pune în pericol valoarea activelor și capacitatea de a produce câștig.* În această poziție s-au aflat

---

* „Capacitate de a produce câștig" este expresia folosită de Graham pentru a denumi profiturile potențiale ale unei companii sau, așa cum el însuși se exprimă, suma pe care o firmă „ar fi de așteptat s-o câștige an de an în cazul în care condițiile economice precumpănitoare în acea perioadă s-ar menține

multe companii industriale cu o situație financiară solidă în perioada 1932-1933, când prețurile acțiunilor lor au fost foarte mici. În asemenea cazuri, investitorul poate să obțină marja de siguranță asociată unei obligațiuni și, *în plus*, să aibă toate șansele de a realiza creșterea venitului și a capitalului investit inerentă unei acțiuni ordinare. (Singurul lucru care-i lipsește este capacitatea legală de a insista să se plătească neapărat dividende – dar acesta este un neajuns mărunt în comparație cu avantajele pe care le are.) Acțiunile ordinare cumpărate în asemenea circumstanțe oferă combinația ideală, rar întâlnită, de siguranță și posibilitate de realizare a unui profit. Ca exemplu foarte recent, permiteți-ne să menționăm încă o dată acțiunile National Presto Industries, care, în 1972, aveau o valoare totală de piață de 43 de milioane $. În condițiile în care ultimul profit brut realizat a fost de 16 milioane $, compania ar fi putut să susțină cu ușurință o emisiune de obligațiuni de o asemenea valoare.

În cazul acțiunilor ordinare simple, cumpărate în scop investițional în condiții normale, marja de siguranță constă într-o capacitate anticipată de a produce câștig cu mult mai mare decât randamentul curent al obligațiunilor. În edițiile anterioare, am elucidat acest aspect cu ajutorul următoarelor cifre:

> Să presupunem că, într-un caz tipic, capacitatea de a produce câștig este de 9% din preț și că randamentul obligațiunilor este de 4%; astfel, cumpărătorul de acțiuni va dispune de o marjă anuală medie de 5%, care va crește în favoarea sa. O parte din excedent îi este plătită sub formă de dividend; chiar dacă el o cheltuiește, ea intră în rezultatul general al investiției. Soldul nedistribuit este reinvestit în firmă în contul său. De multe ori, aceste profituri reinvestite nu contribuie în proporție egală la creșterea capacității de a produce câștig și a valorii acțiunilor sale. (De aceea, piața se încăpățânează să dea profiturilor distribuite sub formă de dividende o valoare mai mare

---

neschimbate" („Analiza valorilor mobiliare", ediția din 1934, p. 354). Din unele prelegeri ale sale, se vede clar că Graham voia ca termenul să acopere perioade de cel puțin cinci ani. Puteți aproxima într-un mod rudimentar, dar simplu capacitatea de a produce câștig pe acțiune a unei companii calculând inversul raportului preț-profit; o acțiune cu un raport PP de 11 se poate spune că are o capacitate de a produce câștig de 9% (sau 1 împărțit la 11). În prezent, „capacitatea de a produce câștig" este denumită adeseori „randament al profitului".

Scanned with OKEN Scanner

decât cea pe care o dă părţii păstrate în firmă.)* Dar, dacă privim situaţia în ansamblul ei, vedem că există o legătură destul de strânsă între creşterea excedentelor firmelor prin reinvestirea profiturilor şi creşterea valorii companiilor.

Într-o perioadă de zece ani, diferenţa tipică dintre capacitatea acţiunilor de a produce câştig şi dobânda adusă de obligaţiuni poate ajunge la 50% din preţul plătit. Această cifră este suficientă pentru o marjă de siguranţă cât se poate de reală – care, în condiţii favorabile, va preveni sau va reduce la minimum pierderile. Dacă o asemenea marjă se regăseşte în toate portofoliile diversificate, formate din cel puţin douăzeci de acţiuni, probabilitatea obţinerii unui rezultat favorabil „în condiţii cât de cât normale" este foarte mare. De aceea, pentru a da rezultate pozitive, investiţiile în acţiuni ordinare reprezentative nu necesită calităţi deosebite din punctul de vedere al intuiţiei şi prevederii. Dacă acţiunile sunt cumpărate la preţul mediu înregistrat pe piaţă într-o perioadă de câţiva ani, preţurile plătite ar trebui să înglobeze garanţia pe care o oferă o marjă de siguranţă adecvată. Pericolul pentru investitori rezidă în cumpărarea unui număr mare de acţiuni la preţuri de piaţă superioare sau a unor acţiuni ordinare nereprezentative care prezintă un risc mai mare de a avea o capacitate redusă de a produce câştig.

După cum se vede, problema investiţiei în acţiuni ordinare în condiţiile existente în 1972 constă în faptul că, „într-un caz tipic", capacitatea de a produce câştig este acum cu mult sub 9% din preţul plătit.† Să presupunem că, concentrându-se întrucâtva asupra emisiu-

---

* Această problemă este abordată pe larg în comentariul la capitolul 19.

† Graham a rezumat cu eleganţă analiza care urmează într-o prelegere susţinută în 1972: „Marja de siguranţă este diferenţa dintre rata profitului adus de acţiune la preţul plătit pentru ea şi rata dobânzii aduse de obligaţiuni, iar această marjă de siguranţă este diferenţa care ar urma să absoarbă evoluţiile nesatisfăcătoare. Când a fost scrisă ediţia din 1965 a «Investitorului inteligent», acţiunile tipice se vindeau la un preţ de 11 ori mai mare decât profitul, dând un randament de 9%, faţă de 4%, cât dădeau obligaţiunile. În cazul respectiv, beneficiai de o marjă de siguranţă de peste 100%. Acum [în 1972], nu există nicio diferenţă între rata profitului acţiunilor şi rata dobânzii obligaţiunilor, iar eu spun că nu există marjă de siguranţă... În cazul acţiunilor, marja de siguranţă este negativă..." A se vedea „Benjamin Graham: Thoughts on Security Analysis" [transcrierea prelegerii susţinute la şcoala de afaceri a

Scanned with OKEN Scanner

nilor cu multiplicator scăzut ale marilor companii, un investitor defensiv poate să achiziționeze acum acțiuni la un preț de 12 ori mai mare decât ultimul profit – respectiv la un randament al profitului de 8,33% din cost. El poate să obțină un randament al dividendului de circa 4%, iar 4,33% din preț va fi reinvestit în firmă în contul său. În aceste condiții, diferența dintre capacitatea acțiunilor de a produce câștig și dobânda adusă de obligațiuni într-o perioadă de zece ani ar fi în continuare prea mică pentru a constitui o marjă de siguranță adecvată. Din acest motiv, considerăm că, acum, există riscuri reale chiar și în cazul unui portofoliu diversificat de acțiuni ordinare sigure. Riscurile pot fi compensate pe deplin de potențialul de profit al portofoliului; ba chiar investitorul poate să nu aibă altă variantă decât să le suporte – căci altfel se poate expune unui risc și mai mare, acela de a poseda creanțe în sumă fixă, plătibile în monedă cu o valoare din ce în ce mai mică. Oricum, investitorul ar face bine să recunoască, și să accepte atât cât îi stă în putere, că nu mai are la dispoziție vechea combinație formată din *posibilități mari de a obține profit și un risc final redus.**

Deși real, riscul de a plăti un preț prea mare pentru acțiuni de bună calitate nu este totuși principalul pericol care-l paște pe cumpărătorul obișnuit de titluri de valoare. Observațiile făcute pe parcursul multor ani ne-au arătat că investitorii înregistrează pierderi în primul rând din achiziția unor titluri de valoare de *slabă calitate* în momente în care condițiile economice sunt favorabile. Cumpărătorii consideră că profiturile curente mari sunt echivalente cu „capacitatea de a produce câștig" și presupun că prosperitatea este sinonimă cu siguranța. Tocmai în acei ani obligațiunile și acțiunile privilegiate de calitate inferioară pot fi vândute publicului la un preț apropiat de cel nominal, deoarece oferă un randament al venitului ceva mai mare sau un drept de conversie ademenitor. Tot atunci acțiunile ordinare ale unor companii obscure pot fi oferite la prețuri cu mult peste valoarea activelor tangibile, în temeiul a doi-trei ani cu ritm excelent de creștere.

Universității de Nord-Est a Statului Missouri, martie 1972], *Financial History*, nr. 42, martie 1991, p. 9.

* Acest paragraf – scris de Graham la începutul lui 1972 – cuprinde o extraordinar de precisă descriere a condițiilor de piață de la începutul anului 2003. (Pentru mai multe amănunte, a se vedea comentariul la capitolul 3.)

Scanned with OKEN Scanner

Aceste titluri de valoare nu oferă o marjă de siguranță adecvată din niciun punct de vedere. Gradul de acoperire a cheltuielilor cu plata dobânzilor și a dividendelor privilegiate trebuie evaluat pentru o perioadă de câțiva ani, care este de preferat să includă o perioadă cu o conjunctură economică anormală precum cea din 1970-1971. În mod obișnuit, acest lucru este valabil și pentru profitul adus de acțiunile ordinare, pentru ca acesta să poată fi considerat un indicator al capacității de a produce câștig. Rezultă că prețurile majorității investițiilor făcute în condiții favorabile și la prețuri favorabile sunt predestinate să sufere un declin îngrijorător atunci când condițiile se înrăutățesc – iar de multe ori chiar mai repede. Investitorul nici nu poate conta cu certitudine pe o eventuală redresare a situației – deși acest lucru se întâmplă în destul de multe cazuri – căci el n-a avut niciodată o marjă reală de siguranță care să-l ajute să depășească adversitățile.

Filozofia investițiilor în acțiuni în creștere, pe de o parte, se aseamănă, iar, pe de altă parte, se deosebește total de principiul marjei de siguranță. Cel care cumpără acțiuni în creștere se bazează pe o capacitate anticipată de a produce câștig superioară mediei înregistrate în trecut. Astfel, se poate spune că, în calculul marjei de siguranță, el înlocuiește rezultatele din trecut cu aceste profituri anticipate. În teoria investițiilor nu există niciun motiv ca profiturile viitoare atent estimate să reprezinte un indicator mai puțin sigur decât rezultatele obținute în trecut; de fapt, în analiza valorilor mobiliare se preferă tot mai mult o evaluare competentă a viitorului. Astfel, abordarea specifică investițiilor în acțiuni în creștere poate oferi o marjă de siguranță la fel de solidă ca aceea pe care o oferă investițiile obișnuite – cu condiția ca evaluarea situației viitoare să se facă cu prudență, iar din aceasta să rezulte o marjă satisfăcătoare în raport cu prețul plătit.

Tocmai acesta este pericolul pe care-l prezintă un program de investiții în acțiuni în creștere. Pentru asemenea emisiuni preferate de investitori, piața are tendința să stabilească prețuri care nu vor fi protejate în mod adecvat în urma unei previziuni *rezervate* a profiturilor viitoare. (O regulă de bază a investițiilor prudente spune că, atunci când diferă de rezultatele din trecut, toate estimările trebuie să dea, cel puțin într-o mică măsură, valori mai mici ca acestea.) Marja de siguranță depinde întotdeauna de prețul plătit. Ea va fi mare la un anumit preț, mică la un preț ceva mai mare și zero la un preț și mai mare. Dacă, după cum lăsăm a se înțelege, prețul mediu al pieței

Scanned with OKEN Scanner

pentru majoritatea acțiunilor în creştere este prea mare ca să-i ofere cumpărătorului o marjă de siguranță adecvată, atunci tehnica simplă a diversificării achizițiilor din acest domeniu este posibil să nu dea rezultate satisfăcătoare. Va fi nevoie de o capacitate de previziune şi de un discernământ deosebit pentru ca portofoliile alese cu grijă să poată depăşi conjuncturile periculoase create în mod inerent de prețul obişnuit de piață al acestor emisiuni în ansamblu.

Ideea care stă la baza conceptului de marjă de siguranță devine mult mai evidentă atunci când o aplicăm la titlurile de valoare subevaluate sau de ocazie. Prin definiție, avem în acest caz o diferență favorabilă între preț, pe de o parte, şi valoarea efectivă sau estimată, pe de altă parte. Această diferență este marja de siguranță. Ea serveşte la absorbirea efectului produs de calculele greşite sau de evenimentele nefavorabile. Cel care cumpără emisiuni de ocazie pune un accent deosebit pe capacitatea investiției de a face față unor evoluții adverse. Căci, în majoritatea acestor cazuri, el nu este chiar entuziasmat de perspectivele companiei. Este adevărat că, dacă perspectivele sunt în mod evident nefavorabile, investitorul va prefera să nu cumpere indiferent cât de mic este prețul. Însă titlurile subevaluate îşi datorează existența multiplelor întreprinderi – poate chiar majorității acestora – pentru care viitorul nu pare nici cu totul promițător, nici cu totul nepromițător. Dacă acestea sunt cumpărate la un preț cu mult sub valoarea lor, chiar şi un declin moderat al capacității de a produce câştig nu trebuie să reprezinte pentru investiție o piedică în calea obținerii unor rezultate satisfăcătoare. Marja de siguranță îşi va fi îndeplinit atunci menirea.

Teoria diversificării

Există o legătură logică strânsă între conceptul de marjă de siguranță şi principiul diversificării. Una este corelativă celeilalte. Chiar când marja este în favoarea investitorului, un titlu de valoare poate da rezultate slabe. Căci marja nu reprezintă decât o garanție a faptului că el are şanse mai mari de a ieşi în câştig, nu în pierdere – nicidecum că nu poate pierde. Dar cu cât numărul unor asemenea angajamente este mai mare, cu atât cresc şansele ca totalul profiturilor să depăşească totalul pierderilor. Acesta este principiul care stă la baza subscrierii asigurărilor.

Scanned with OKEN Scanner

Diversificarea este un principiu consacrat al investiţiilor făcute cu prudenţă. Acceptându-l pe scară atât de mare, investitorii demonstrează de fapt că acceptă principiul marjei de siguranţă, cu care este asociată diversificarea. Acest aspect poate fi înfăţişat într-o manieră mai sugestivă prin referire la aritmetica ruletei. Dacă cineva pariază 1 $ pe un singur număr, încasează un profit de 35 $ dacă câştigă – şansele de a pierde sunt însă de 37 la 1. El are o „marjă de siguranţă negativă". În cazul său, diversificarea este contraindicată. Cu cât pariază pe mai multe numere, cu atât şansele de a ieşi în câştig scad. Dacă pariază în mod constant 1 $ pe fiecare număr (inclusiv 0 şi 00), va pierde cu siguranţă 2 $ la fiecare învârtire a ruletei. Să presupunem însă că câştigătorul ar primi 39 $ în loc de 35 $. În acest caz, el ar avea o marjă de siguranţă mică, dar importantă. Prin urmare, cu cât pariază pe mai multe numere, cu atât şansele lui de câştig cresc. În plus, ar fi sigur că, la fiecare învârtire a ruletei, câştigă 2 $ pariind pur şi simplu 1 $ pe fiecare număr. (În paranteză fie spus, cele două exemple prezentate înfăţişează de fapt poziţiile jucătorului şi proprietarului unei rulete care are şi valorile 0 şi 00.)*

Un criteriu de diferenţiere a investiţiei de speculaţie

Cum nu există o definiţie a investiţiilor general acceptată, autorităţile au dreptul să le definească aşa cum doresc. Multe dintre ele neagă existenţa unei deosebiri funcţionale sau certe între conceptul de investiţie şi cel de speculaţie. Noi credem că acest scepticism nu-şi are rostul şi este dăunător. El este vătămător pentru că încurajează

---

* La ruleta „americană", majoritatea roţilor includ valorile 0 şi 00 alături de cifrele de la 1 la 36, în total fiind 38 de numere. Cazinoul oferă un câştig maxim de 35 la 1. Ce s-ar întâmpla dacă aţi paria 1 $ pe fiecare număr? Cum bila nu poate cădea decât pe o valoare, aţi câştiga 35 $ la valoarea respectivă, dar aţi pierde câte 1 $ la fiecare dintre celelalte 37 de numere, pierderea finală fiind de 2 $. Această diferenţă de 2 $ (sau un ecart de 5,26% din totalul sumei pariate, de 38 $) este „avantajul casei", el reprezentând o garanţie a faptului că, *pe ansamblu*, jucătorii vor pierde întotdeauna mai mult decât câştigă. Aşa cum este în interesul jucătorului de ruletă să parieze cât mai rar cu putinţă, tot aşa este în interesul cazinoului ca ruleta să se-nvârtă permanent. În mod asemănător, investitorul inteligent ar trebui să caute să facă cât mai multe plasamente care să-i ofere „şanse mai mari de câştig decât de pierdere". Pentru majoritatea investitorilor, diversificarea este cea mai simplă şi mai ieftină modalitate de a-şi mări marja de siguranţă.

Scanned with OKEN Scanner

înclinația înnăscută a multor oameni spre excitarea și pericolele asociate speculației bursiere. Noi suntem de părere că principiul marjei de siguranță poate fi folosit în mod benefic, drept criteriu de diferențiere a unei operații efectuate în scop investițional de una efectuată în scop speculativ.

Majoritatea speculatorilor cred probabil că șansele le sunt favorabile atunci când riscă și deci pot porni de la premisa că manevrele lor au o oarecare marjă de siguranță. Fiecare are impresia că este momentul oportun să cumpere titlul pe care vrea să-l cumpere, că priceperea sa este mai presus de cea a mulțimii ori că metoda sau consilierul său este demn de încredere. Asemenea premise nu sunt însă concludente. Ele se bazează pe o apreciere subiectivă, nesusținută de nicio dovadă favorabilă și de niciun raționament convingător. Avem mari îndoieli că se poate spune vreodată că persoana care își plasează banii în virtutea faptului că piața crește sau scade este protejată de vreo marjă de siguranță în sensul pozitiv al termenului.

În schimb, ideea pe care investitorul o are despre marja de siguranță – prezentată mai înainte în acest capitol – se întemeiază pe un calcul simplu și clar care are la bază date statistice. Nu există nicio garanție că această abordare cantitativă fundamentală va continua să dea rezultate pozitive în viitor, în condiții necunoscute. În același timp însă, nu avem motive întemeiate să fim pesimiști din acest punct de vedere.

Astfel, pe scurt, noi credem că, pentru a vorbi într-adevăr despre o investiție, trebuie să existe o marjă reală de siguranță. Iar o marjă de siguranță este reală dacă poate fi demonstrată cu cifre, prin raționament convingător și prin referire la un ansamblu de experiențe efective.

Extinderea conceptului de investiție

Pentru a încheia discuția noastră cu privire la principiul marjei de siguranță, trebuie să mai facem o distincție, între investițiile convenționale și cele neconvenționale. Investițiile convenționale sunt potrivite pentru portofoliul tipic. Din această categorie au făcut întotdeauna parte titlurile guvernamentale americane și acțiunile ordinare foarte bine cotate, care aduc dividende. Noi am adăugat la acestea obligațiunile emise de administrațiile de stat și municipale, pentru cei care se mulțumesc cu avantajele oferite de scutirea de la plata impozitelor aferente acestora. Sunt incluse și obligațiunile corporatiste de cea mai

Scanned with OKEN Scanner

bună calitate atunci când, aşa cum se întâmplă în prezent, ele aduc un câştig mai mare comparativ cu obligaţiunile de tezaur pentru economii emise în SUA.

Investiţiile neconvenţionale sunt cele care se potrivesc numai investitorului întreprinzător. Ele sunt extrem de variate. Categoria cea mai largă este cea a acţiunilor ordinare subevaluate emise de companiile secundare, care recomandăm să fie cumpărate atunci când preţul lor reprezintă cel mult două treimi din valoarea calculată a acestora. În afara lor, există adeseori o gamă largă de obligaţiuni corporatiste de calitate medie şi acţiuni privilegiate, în care se poate investi atunci când se vând la preţuri cu mult sub valoarea lor aparentă. În aceste cazuri, investitorul obişnuit ar fi înclinat să considere că aceste titluri au caracter speculativ, pentru că, în mintea lui, faptul de a nu fi cotate foarte bine din punctul de vedere al calităţii este sinonim cu faptul de a nu avea meritul unei investiţii.

Noi credem că un preţ destul de mic poate transforma un titlu de valoare de calitate mediocră într-o investiţie sigură – cu condiţia ca investitorul să fie informat şi experimentat şi ca el să practice o politică adecvată de diversificare. Căci, dacă preţul este destul de mic pentru a crea o marjă de siguranţă consistentă, titlul de valoare respectiv îndeplineşte criteriul nostru de selecţie a investiţiilor. Exemplul nostru preferat este preluat din domeniul obligaţiunilor imobiliare. În anii 1920, s-au vândut titluri de acest gen în valoare de miliarde de dolari, ele fiind recomandate pe scară largă drept investiţii sigure. Pentru o mare parte a acestora, diferenţa dintre valoare şi datorii era atât de mică, încât titlurile aveau un puternic caracter speculativ. În timpul crizei din anii 1930, foarte multe obligaţiuni de acest gen n-au adus dobândă, iar preţul lor s-a prăbuşit – în unele cazuri, la mai puţin de 10% din valoarea nominală. În acel moment, aceiaşi consilieri care le recomandaseră ca investiţii sigure atunci când preţul lor era egal cu valoarea nominală le respingeau, considerându-le titlurile cele mai neatrăgătoare, cu cel mai puternic caracter speculativ. În realitate însă, scăderea preţurilor cu aproximativ 90% a făcut ca multe dintre aceste titluri de valoare să devină deosebit de atrăgătoare şi destul de sigure – căci valoarea lor reală era de patru-cinci ori mai mare decât cotaţia pieţei.*

---

* Graham spune aici că nu există acţiuni bune şi acţiuni rele; nu există decât acţiuni ieftine şi acţiuni scumpe. Chiar şi acţiunile celei mai performante

Scanned with OKEN Scanner

Faptul că achiziționarea acestor obligațiuni a dus la realizarea a ceea ce se cheamă în general „un substanțial profit speculativ" nu a făcut ca, atunci când prețul lor a scăzut foarte mult, ele să nu posede calitățile unor investiții reale. Profitul „speculativ" a fost răsplata cuvenită cumpărătorului pentru faptul de a fi făcut o investiție neobișnuit de inteligentă. Ele puteau fi numite foarte bine posibilități de *investiție*, căci, la o analiză atentă, s-ar fi observat că diferența mare dintre valoare și preț asigură o marjă de siguranță substanțială. Astfel, chiar „investițiile efectuate în condiții favorabile", despre care am afirmat mai înainte că reprezintă principala cauză a pierderilor serioase înregistrate de investitorii naivi, oferă probabil mari posibilități de câștig investitorului sofisticat care le poate cumpăra ulterior la un preț foarte apropiat de cel dispus să-l ofere el însuși.*

Întregul domeniu al „situațiilor speciale" ar corespunde definiției date de noi investițiilor, pentru că achiziția este întotdeauna fondată pe o analiză amănunțită care anunță obținerea unui rezultat mai bun decât prețul plătit. Din nou există factori de risc în fiecare caz în parte, dar aceștia sunt puși la socoteală și sunt absorbiți de rezultatele generale ale unor plasamente diversificate.

Pentru a duce această discuție la o extremă logică, am putea insinua că o investiție viabilă se poate efectua cumpărând valori intangibile precum cele reprezentate de categoria „warantelor cu opțiune de cumpărare a unor acțiuni ordinare", care se vând la cele mai mici prețuri din toate timpurile. (Acest exemplu este menit să fie oarecum o

---

companii ajung să fie „bune de vândut" atunci când prețul lor crește prea mult, în vreme ce acțiunile companiei celei mai slabe merită să fie cumpărate dacă prețul lor scade suficient de mult.

* Chiar cei care au considerat acțiunile companiilor din domeniile tehnologiei și telecomunicațiilor un „lucru sigur" la sfârșitul lui 1999 și începutul lui 2000, când prețul lor era exagerat de mare, le-au evitat, considerându-le „prea riscante" în 2002 – deși, ca să folosim exact cuvintele lui Graham dintr-o perioadă anterioară, „scăderea prețurilor cu aproximativ 90% a făcut ca multe dintre aceste titluri de valoare să devină deosebit de atrăgătoare și destul de sigure". În mod asemănător, analiștii de pe Wall Street au înclinat mereu să considere o acțiune „o achiziție solidă" atunci când prețul ei este mare și s-o eticheteze „bună de vândut" după ce prețul ei a scăzut – exact opusul a ceea ce ar dicta Graham (și bunul simț). Așa cum procedează pe parcursul întregii cărți, Graham face distincție între speculație – sau cumpărarea unor acțiuni în speranța că prețul lor va continua să crească – și investiție sau cumpărarea unor acțiuni pe baza valorii reale a firmei.

Scanned with OKEN Scanner

provocare.)* Întreaga valoare a acestor warante are la bază posibilitatea ca preţul acţiunilor conexe să depăşească într-o zi preţul opţiunilor. Pentru moment, ele nu au o valoare de exercitare. Cu toate acestea, pentru că orice investiţie se bazează pe nişte aşteptări rezonabile, este bine ca aceste warante să fie analizate sub aspectul şanselor matematice ca o viitoare piaţă în creştere să determine o mărire substanţială a valorii calculate şi a preţului lor. O asemenea analiză ar putea duce la concluzia că este mult mai mult de câştigat decât de pierdut dintr-o asemenea operaţiune şi că şansele de a obţine până la urmă profit sunt mult mai mari decât cele de a ieşi în pierdere. Dacă aşa stau lucrurile, chiar şi această categorie de titluri de valoare nu foarte atrăgătoare oferă o marjă de siguranţă. Un investitor destul de întreprinzător ar putea include o operaţiune de cumpărare a unor warante cu opţiuni în colecţia sa de investiţii neconvenţionale.[1]

Să recapitulăm

Investiţiile sunt cât se poate de inteligente atunci când au un caracter extrem de *practic*. Este uimitor să vezi câţi oameni de afaceri capabili încearcă să opereze pe piaţa de capital fără a ţine deloc seama de principiile solide care au asigurat succesul propriilor iniţiative. Cu toate acestea, fiecare titlu de valoare emis de o companie poate fi considerat, într-o primă instanţă, o participaţie sau un drept la o parte din capitalul unei întreprinderi comerciale. Iar dacă o persoană îşi propune să realizeze profit din cumpărarea şi vânzarea titlurilor de valoare, ea va pune bazele unei afaceri proprii, care, pentru a avea şanse de succes, trebuie să fie administrată în conformitate cu principiile practice acceptate.

Primul şi cel mai evident dintre aceste principii este să ştii ceea ce faci – să-ţi cunoşti afacerea. Pentru investitor, aceasta înseamnă să nu

---

* Graham foloseşte expresia „warant cu opţiune de cumpărare a unor acţiuni ordinare" ca fiind sinonimă cu „warant", titlu de valoare emis în mod direct de o corporaţie, care-i dă posesorului dreptul de a cumpăra acţiuni ale acesteia la un preţ prestabilit. Warantele au fost înlocuite aproape în totalitate de opţiunile de cumpărare a acţiunilor. Graham remarcă faptul că vrea ca exemplul dat să fie o „provocare" pentru că, chiar şi pe vremea lui, warantele erau considerate cel mai sărăcăcios segment al pieţei. (A se vedea comentariul la capitolul 16.)

Scanned with OKEN Scanner

încerce să obțină „profituri curente" din tranzacțiile cu titluri de valoare – respectiv venituri mai mari decât dobânda obișnuită și dividendele – dacă nu știe despre valoarea titlurilor la fel de multe lucruri câte ar trebui să știe despre valoarea mărfurilor pe care și-ar propune să le fabrice sau să le vândă.

Al doilea principiu este să nu lași pe altcineva să-ți administreze afacerea decât dacă (1) poți să-i urmărești rezultatele cu atenția și înțelegerea cuvenită sau (2) ai motive foarte întemeiate să te încrezi în integritatea și competența lui. Pentru investitor, această regulă ar trebui să determine condițiile în care el va permite altcuiva să decidă ce se face cu banii lui.

Al treilea principiu este să nu te implici într-o activitate – adică să nu fabrici sau să nu vinzi un produs – decât atunci când un calcul serios arată că există șanse destul de mari să obții un profit rezonabil. Evitați mai ales afacerile din care aveți puține de câștigat și multe de pierdut. Pentru investitorul întreprinzător, aceasta înseamnă că activitățile sale lucrative ar trebui să se bazeze nu pe optimism, ci pe calcule. Pentru orice investitor, aceasta înseamnă că, atunci când se limitează la un câștig mic – cum stăteau lucrurile, înainte cel puțin, cu obligațiunile convenționale sau cu acțiunile privilegiate – trebuie să aibă dovezi convingătoare că nu riscă o parte substanțială a capitalului investit.

A patra regulă are un caracter mai pozitiv: să ai curajul cunoașterii și experienței personale. Dacă ai tras o concluzie pe baza datelor concrete și știi că socoteala ta este corectă, fă cum crezi – chiar dacă alții pot ezita sau pot proceda altfel. (Pentru că lumea nu este de aceeași părere cu tine, nu înseamnă nici că ai, nici că n-ai dreptate. Ai dreptate pentru că datele și raționamentul tău sunt corecte.) În mod asemănător, în domeniul valorilor mobiliare, curajul devine virtutea supremă *după ce* s-a dobândit o cunoaștere adecvată, iar discernământul a fost verificat.

Din fericire pentru investitorul reprezentativ, ca să aibă succes, nu trebuie neapărat ca programul lui să aibă la bază aceste calități – *cu condiția* ca ambițiile lui să se limiteze la capacitățile personale, iar activitățile sale să se restrângă la calea sigură și îngustă a investițiilor standard, cu caracter defensiv. A obține din investiții rezultate *satisfăcătoare* este mai ușor decât își dau seama majoritatea oamenilor; a obține rezultate *superioare* este mai greu decât pare.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA CAPITOLUL 20

„Dacă nu reuşim să anticipăm neprevăzutul sau să prevedem lucrurile neaşteptate într-un univers al posibilităţilor infinite, s-ar putea să ajungem la discreţia oricărei persoane sau oricărui lucru care nu poate fi programat, calificat sau raportat cu uşurinţă."

Agentul Fox Mulder, „Dosarele X"

ÎN PRIMUL RÂND, SĂ NU PIERDEŢI

Ce este riscul?

Veţi primi răspunsuri diferite, în funcţie de persoana pe care o întrebaţi şi de momentul în care puneţi întrebarea. În 1999, riscul nu era echivalent cu a pierde bani, ci cu a câştiga mai puţini bani decât altcineva. Mulţi se temeau că se vor întâlni la un grătar cu cineva care s-a îmbogăţit mai mult şi mai repede decât ei de pe urma speculaţiilor zilnice cu acţiuni ale companiilor de pe Internet. Apoi, deodată, în 2003, riscul a ajuns să însemne că piaţa bursieră putea continua să scadă până când ştergea şi ultima brumă de avuţie care ţi-ar mai fi rămas.

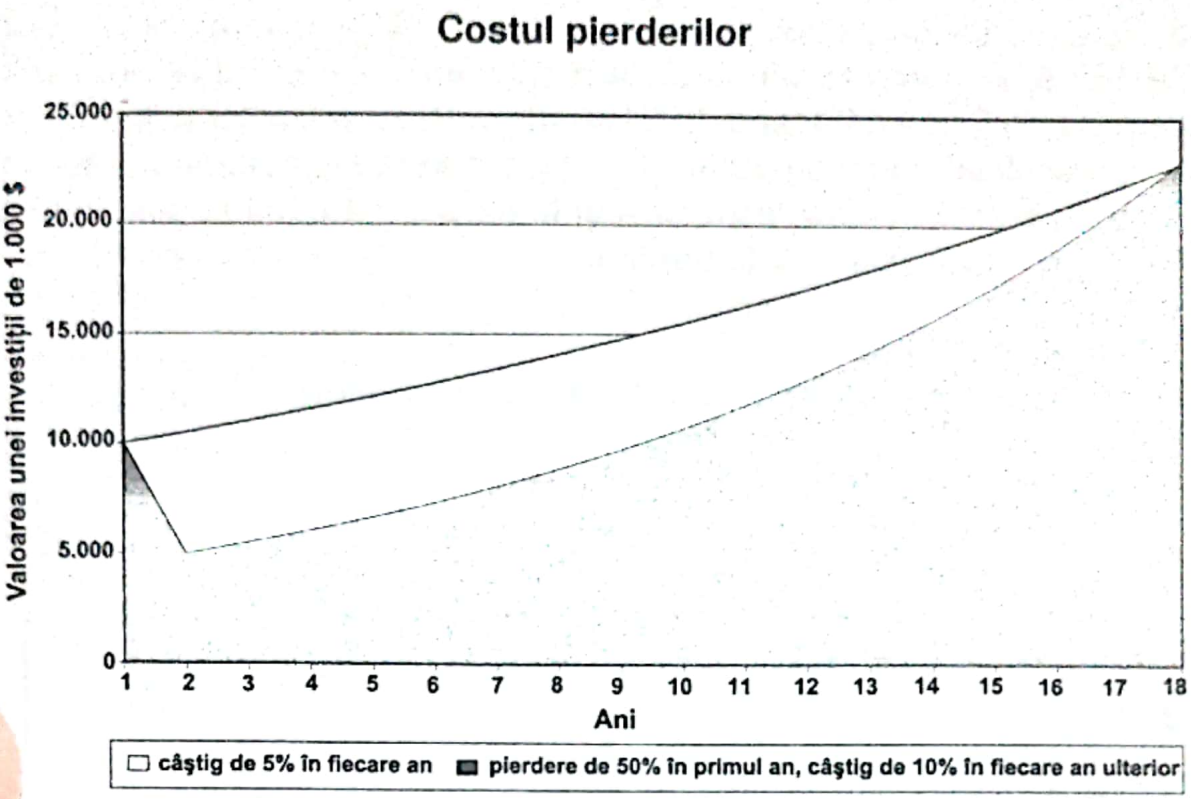
În vreme ce semnificaţia sa poate fi la fel de inconstantă şi de schimbătoare ca pieţele financiare în sine, riscul are câteva atribute profunde şi permanente. Cei care riscă cel mai mult şi obţin câştigurile cele mai mari pe o piaţă în creştere sunt aproape întotdeauna cei care suferă pierderile cele mai mari pe piaţa în scădere care-i urmează în mod inevitabil. (Faptul că „au dreptate" îi face pe speculatori să-şi dorească şi mai mult să-şi asume riscuri suplimentare, pe măsură ce devin din ce în ce mai încrezători.) Iar din clipa în care începi să pierzi sume mari, trebuie să pariezi sume şi mai mari doar ca să ajungi în situaţia în care te găseai înainte, asemenea unui parior de la hipodrom sau de la cazinou care dublează disperat miza după fiecare pariu pierdut. Dacă nu ai un noroc chior, vei fi cu certitudine ruinat. Nu este de mirare că, cerându-i-se să rezume tot ceea ce a învăţat în lunga sa carieră despre metodele de îmbogăţire, legendarul finanţist J.K. Klingenstein de la firma Wertheim & Co. a răspuns simplu: „Nu trebuie să pierzi."[1] Graficul următor ne arată ce a vrut el să spună prin aceasta:

---

[1] După cum povesteşte consultantul în investiţii Charles Ellis în articolul lui Jason Zweig intitulat „Wall Street's Wisest Man", *Money*, iunie 2001, pp. 49-52.

Scanned with OKEN Scanner

FIGURA 20-1



Să ne închipuim că ați găsit o acțiune care credeți că poate crește într-un ritm de 10% pe an chiar dacă piața nu crește decât într-un ritm anual de 5%. Din păcate, sunteți atât de entuziasmat, încât plătiți un preț prea mare, iar acțiunea respectivă pierde 50% din valoare în primul an. Chiar dacă acțiunea dă ulterior un randament de două ori mai mare decât cel al pieței, va trebui să treacă peste 16 ani ca să depășiți piața – și asta doar pentru că ați plătit prea mult și ați pierdut prea mult la început.

Când investiți, pierdeți în mod inevitabil *niște* bani, iar dumneavoastră nu puteți face nimic ca să împiedicați acest lucru. Dar, pentru a fi un investitor inteligent, trebuie să vă asigurați că nu veți pierde niciodată *toți* banii sau *cea mai mare parte* a acestora. Zeița hindusă a bogăției, Lakshmi, este înfățișată adeseori stând pe vârfuri, gata să dispară într-o clipită. Pentru a o ține în mod simbolic pe loc, unii dintre adepții zeiței îi leagă statuia cu fâșii de pânză sau prind în cuie picioarele acesteia de podea. Pentru investitorul inteligent, „marja de siguranță" a lui Graham îndeplinește aceeași funcție: refuzând să plătiți o sumă prea mare pentru o investiție, vă reduceți șansele ca avuția dumneavoastră să dispară sau să se diminueze brusc.

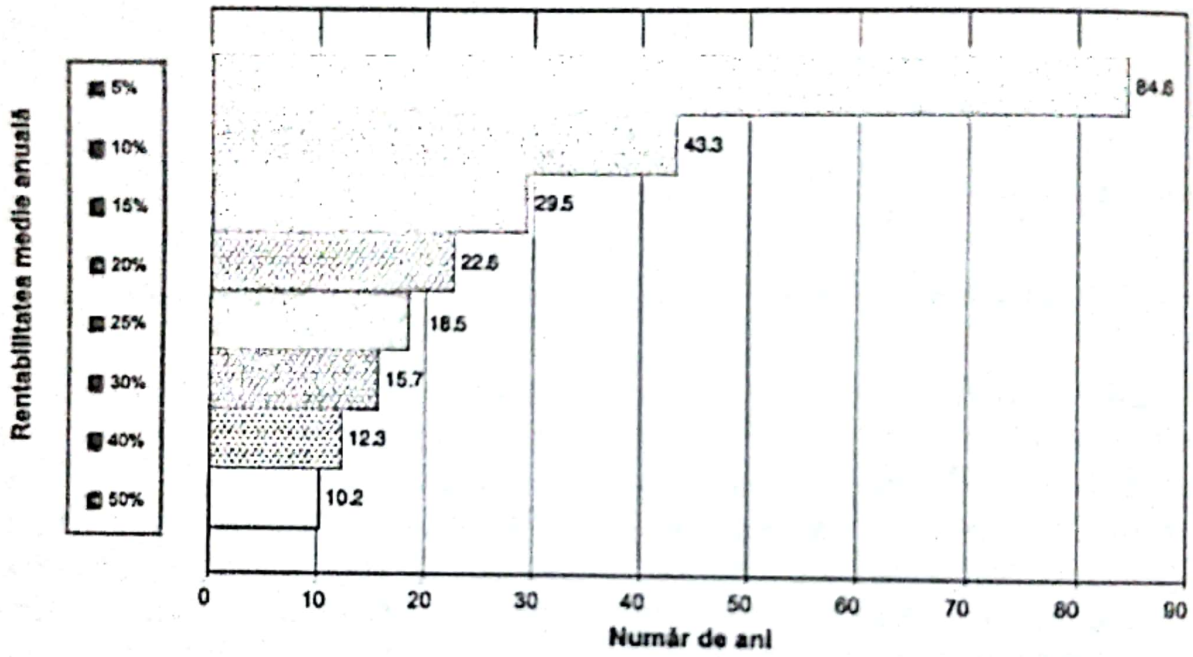
Gândiți-vă la următorul lucru: în cele patru trimestre ale anului 1999, JDS Uniphase Corp., o companie producătoare de fibre optice, a avut vânzări de 673 de milioane $, din care a pierdut 313 milioane $.

Scanned with OKEN Scanner

Activele materiale ale acesteia aveau o valoare totală de 1,5 miliarde $. Pe 7 martie 2000 însă, preţul acţiunilor JDS Uniphase a atins nivelul de 153 $, valoarea totală de piaţă a companiei ajungând la circa 143 de miliarde $.[2] După aceea, la fel ca majoritatea acţiunilor companiilor din „Noua Eră", ele s-au prăbuşit. Toţi cei care au cumpărat acţiuni ale firmei în cauză în ziua respectivă şi le-au păstrat până la sfârşitul lui 2002 s-au văzut puşi în faţa următoarei situaţii:

FIGURA 20-2

Pierderile sunt greu de recuperat



Dacă aţi fi cumpărat acţiuni JDS Uniphase la preţul maxim de 153,421 $ înregistrat pe 7 martie 2000 şi aţi mai fi avut acele acţiuni la sfârşitul anului 2002 (când preţul lor a fost de 2,47 $), cât timp v-ar fi trebuit ca să vă recuperaţi banii investiţi, la diverse valori ale randamentului mediu anual?

Chiar în condiţiile unui randament anual semnificativ de 10%, veţi avea nevoie de peste *43 de ani* ca să vă recuperaţi banii investiţi în această emisiune supraevaluată!

---

[2] Preţul acţiunilor JDS Uniphase a fost ajustat în funcţie de scindările ulterioare.

Scanned with OKEN Scanner

RISCUL NU-L REPREZINTĂ ACȚIUNILE PE CARE LE CUMPĂRĂM, CI NOI ÎNȘINE

Riscul se află în altă parte: în dumneavoastră. Dacă supraestimați capacitatea de a înțelege cu adevărat o investiție sau de a ieși cu bine dintr-o perioadă de scădere dramatică a prețurilor, nu contează ce aveți în portofoliu sau ce face piața. Până la urmă, riscul financiar nu rezidă în ce fel de investiții ați făcut, ci în ce fel de investitor sunteți. Dacă vreți să știți cu adevărat în ce constă riscul, mergeți la baia cea mai apropiată și uitați-vă în oglindă. *Acela* este riscul, cel care se uită fix la dumneavoastră.

Ce ar trebui să urmăriți atunci când vă priviți în oglindă? Psihologul Daniel Kahneman, laureat al Premiului Nobel, menționează doi factori care caracterizează o decizie bună:

- **„încrederea bine calculată"** (înțeleg această investiție atât de bine pe cât cred?)
- **„regretul corect anticipat"** (cum voi reacționa dacă analiza mea se dovedește a fi greșită?)

Pentru a afla dacă încrederea dumneavoastră este bine calculată, uitați-vă în oglindă și întrebați-vă: „Care este probabilitatea ca analiza mea să fie corectă?" Reflectați la următoarele întrebări:

- Câtă experiență am? Ce rezultate am obținut în trecut când am luat decizii asemănătoare?
- Ce rezultate au obținut de obicei alte persoane care au încercat să facă asta în trecut?[3]
- Dacă eu cumpăr, altcineva vinde. Ce șanse sunt ca eu să știu ceva ce cealaltă persoană (sau companie) nu știe?
- Dacă eu vând, altcineva cumpără. Ce șanse sunt ca eu să știu ceva ce cealaltă persoană (sau companie) nu știe?
- Am calculat cât trebuie să crească aceste titluri pentru ca eu să-mi recuperez banii cheltuiți cu plata impozitelor și a comisioanelor de tranzacționare?

---

[3] Nimeni dintre cei care au analizat cu grijă răspunsul la această întrebare și și-au însușit cu onestitate rezultatele n-ar fi făcut vreodată speculații pe cursul zilnic și n-ar fi cumpărat IPO-uri.

Scanned with OKEN Scanner

Apoi, uitați-vă în oglindă să vedeți dacă sunteți genul de persoană care anticipează în mod corect propriul regret. Începeți prin a vă întreba: „Înțeleg pe deplin urmările care s-ar putea produce în cazul în care analiza mea se va dovedi greșită?" Răspundeți la această întrebare analizând următoarele aspecte:

- Dacă am dreptate, aș putea câștiga foarte mulți bani. Dar dacă nu am? Ținând cont de rezultatele date în trecut de investiții asemănătoare, cât aș putea *pierde*?
- Dispun de alte investiții care să mă ajute să mă redresez dacă această decizie se dovedește a fi greșită? Posed deja acțiuni, obligațiuni sau titluri de participare la fonduri al căror preț știu că urcă atunci când prețul titlurilor pe care mă gândesc să le cumpăr coboară? Risc o parte prea mare din capitalul de care dispun făcând această nouă investiție?
- Când îmi spun „tolerez foarte bine riscul", cum îmi dau seama? Am pierdut vreodată foarte mulți bani făcând o investiție? Ce am simțit? Am cumpărat în continuare sau am renunțat?
- Mă bazez numai pe stăpânirea mea de sine pentru a nu intra în panică la momentul nepotrivit? Sau mi-am controlat dinainte propriul comportament aplicând o politică de diversificare, semnând un contract de investiții și practicând strategia plasamentelor constante?

Ar trebui să nu uitați niciodată, după cum spune psihologul Paul Slovic, că „riscul este compus în doze egale din două ingrediente: probabilități și consecințe".[4] Înainte de a investi, trebuie să vă asigurați că ați evaluat în mod realist probabilitatea de a vă înșela și reacția pe care o veți avea față de consecințele faptului de a vă fi înșelat.

PARIUL LUI PASCAL

Peter Bernstein, specialist în teoria investițiilor, rezumă altfel aceste lucruri. El face referire la marele matematician și filozof francez Blaise Pascal (1623-1662), autorul unui experiment de gândire în care un agnostic trebuie să parieze pe existența sau inexistența lui Dumnezeu. Miza pariului pe care-l face persoana respectivă este

[4] Paul Slovic, „Informing and Educating the Public about Risk", *Risk Analysis*, vol. 6, nr. 4 (1986), p. 412.

Scanned with OKEN Scanner

conduita ei în această viață; răsplata este soarta sufletului ei după moarte. În această situație, afirmă Pascal, „rațiunea nu poate decide" probabilitatea existenței lui Dumnezeu. Dumnezeu există sau nu există – şi numai credința, nu rațiunea, poate răspunde la această întrebare. Dar, în vreme ce probabilitățile în pariul lui Pascal sunt imposibil de determinat, urmările sunt cât se poate de limpezi şi de sigure. Iată ce spune Bernstein:

> Să presupunem că te comporți ca şi cum Dumnezeu ar exista şi duci o viață cinstită şi cumpătată, când de fapt el nu există. Îți vei fi refuzat unele plăceri, dar vei fi răsplătit pentru asta. Acum să presupunem că te comporți ca şi cum n-ar exista Dumnezeu şi duci o viață păcătoasă, egoistă şi pătimaşă, când, de fapt, el există. Se poate să te fi distrat la culme în răstimpul relativ scurt al vieții tale, dar, când va veni ziua judecății, vei avea mari probleme.[5]

Bernstein ajunge la următoarea concluzie: „Când se iau decizii în condiții de incertitudine, consecințele domină în mod obligatoriu probabilitățile. Nu cunoaştem niciodată viitorul." Astfel, după cum a repetat Graham în fiecare capitol al acestei cărți, investitorul inteligent trebuie să se concentreze nu doar asupra efectuării unei analize corecte. Trebuie să vă asigurați şi împotriva pierderilor, în cazul în care analiza dumneavoastră se dovedeşte a fi greşită – căci şi cele mai bune analize se dovedesc a fi astfel, cel puțin din când în când. Probabilitatea de a face cel puțin o greşeală la un moment dat în cursul carierei dumneavoastră de investitor este practic de 100% şi nu puteți face absolut nimic în această privință. Puteți *face* însă ceva în privința urmărilor faptului de a vă fi înşelat. În 1999, mulți „investitori" şi-au băgat în principiu toți banii în acțiuni ale companiilor de pe Internet; în urma unui chestionar realizat online de revista *Money* în rândul a 1.338 de americani, s-a constatat că aproape o zecime dintre ei aveau cel puțin 85% din capital plasat în acțiuni ale firmelor de pe Internet. Ignorând recomandarea lui Graham de a-şi crea o marjă de siguranță, aceste persoane au acceptat aşa cum nu trebuie pariul lui Pascal. Sigure de faptul că cunoşteau probabilitatea de a avea dreptate, ele n-au făcut nimic pentru a se proteja de urmările înşelării lor.

---

[5] „The Wager", în Blaise Pascal, *Pensées* (Penguin Books, Londra şi New York, 1995), pp. 122-125; Peter L. Bernstein, *Against the Gods* (John Wiley & Sons, New York, 1996), pp. 68-70; Peter L. Bernstein, „Decision Theory in Iambic Pentameter", *Economics & Portofolio Strategy*, 1 ianuarie 2003, p. 2.

Scanned with OKEN Scanner

Păstrând pur şi simplu un portofoliu permanent diversificat şi refuzând să aruncaţi banii pe ceea ce i se năzare Domnului Piaţă în ultima vreme, puteţi fi siguri că urmările greşelilor dumneavoastră nu vor fi niciodată catastrofale. Indiferent ce vă rezervă Domnul Piaţă, veţi putea să spuneţi întotdeauna, cu o încredere măsurată: „Va trece şi asta."

Scanned with OKEN Scanner

Post-scriptum

Ştim foarte bine doi parteneri care şi-au petrecut o bună parte din viaţă administrând banii lor şi ai altor oameni pe Wall Street. Câteva experienţe dure i-au învăţat că este mai bine să fi cumpănit şi atent decât să încerci să câştigi cât mai mult. Ei au elaborat o metodă destul de originală de investiţii în valorile mobiliare, care combina posibilitatea de a obţine un profit semnificativ cu valorile sigure. Evitau tot ce părea a fi supraevaluat şi renunţau foarte repede la titluri al căror preţ atinsese niveluri considerate de ei neatrăgătoare. Portofoliul lor era întotdeauna bine diversificat, cuprinzând peste o sută de titluri diferite. Astfel, s-au descurcat foarte bine de-a lungul multor ani de suişuri şi coborâşuri ale pieţei în ansamblu; au realizat în medie un câştig de circa 20% pe an din cele câteva milioane de dolari pe care au acceptat să le administreze, iar clienţii lor au fost mulţumiţi de rezultate.*

În anul în care a apărut prima ediţie a acestei cărţi, fondului administrat de cei doi parteneri i s-a oferit ocazia de a cumpăra jumătate dintre acţiunile emise de o întreprindere aflată în expansiune. Dintr-un motiv oarecare, domeniul respectiv nu prezenta interes pentru piaţa de capital de la acea vreme, iar tranzacţia fusese refuzată de câteva agenţii importante. Cei doi însă au fost impresionaţi de posibilităţile companiei; ceea ce i-a făcut să se hotărască a fost faptul că preţul era moderat în raport cu profitul curent şi valoarea activelor. Partenerii au realizat achiziţia respectivă, suma cheltuită reprezentând cam o cincime din capitalul lor. Au ajuns să se identifice cu noua lor afacere, care a prosperat.†

---

* Cei doi parteneri la care Graham se referă cu discreţie sunt Jerome Newman şi el însuşi.

† Graham vorbeşte despre Government Employees Insurance Co., sau GEICO, el şi Newman cumpărând 50% din totalul acţiunilor acestei societăţi în 1948, cam în acelaşi moment în care Graham a terminat de scris „Investitorul inteligent". Suma de 712.500 $ investită de Graham şi Newman în GEICO a reprezentat cam 25% din capitalul fondului lor de la acea vreme. Graham a fost mulţi ani membru al consiliului de administraţie al societăţii respective. Soarta a făcut ca cel mai bun student al lui Graham, Warren Buffett, să parieze el însuşi o sumă uriaşă pe GEICO în 1976, moment în care marea societate de asigurări se afla în pragul falimentului. Aceasta s-a dovedit a fi şi pentru Buffett una dintre cele mai reuşite investiţii.

Scanned with OKEN Scanner

De fapt, aceasta a mers atât de bine, încât prețul acțiunilor ei a ajuns să reprezinte de cel puțin două sute de ori prețul plătit pentru jumătate de participație. Creșterea prețului a depășit cu mult creșterea efectivă a profiturilor, iar aproape de la început cotația a părut a fi prea mare după criteriile celor doi parteneri. Dar pentru că au considerat societatea respectivă un fel de „afacere de familie", aceștia au păstrat o parte importantă a acțiunilor cumpărate, în ciuda creșterii spectaculoase a prețului. Mulți dintre cei care aveau titluri de participare la fondurile administrate de ei au procedat la fel, devenind milionari doar în urma investițiilor făcute în această societate, precum și în filialele create ulterior.*

În mod cu totul ironic, profitul total obținut numai în urma acestei decizii de investiții a depășit cu mult profitul obținut în urma tuturor celorlalte operațiuni realizate pe parcursul a 20 de ani de cei doi parteneri în domeniile lor de specialitate, care au presupus multă analiză, studiu permanent și nenumărate decizii individuale.

Ce învățăminte poate desprinde investitorul inteligent din această poveste? O concluzie evidentă este aceea că există mai multe feluri de a câștiga și de a păstra banii pe piața de capital. Alta, mai puțin evidentă, este aceea că o lovitură norocoasă, sau o decizie foarte inteligentă – oare le putem discerne? – poate însemna mai mult decât munca de-o viață a unui truditor.[1] Însă la baza norocului, sau a deciziei cruciale, stau de obicei o temeinică pregătire și o deosebită disciplină. Trebuie să fii destul de afirmat și recunoscut pentru ca aceste ocazii să bată chiar la ușa ta. Trebuie să ai mijloacele, discernământul și curajul necesar ca să profiți de ele.

Bineînțeles că nu putem promite o experiență la fel de spectaculoasă tuturor investitorilor inteligenți care, de-a lungul anilor, rămân deopotrivă prudenți și vigilenți. Nu vrem să încheiem cu deviza lui J.J. Raskob de care am făcut haz la început: „Oricine se poate îmbogăți." Există însă pe scena financiară o mulțime de posibilități interesante, iar tot acest circ ar trebui să-i producă investitorului inteligent și întreprinzător atât plăcere, cât și profituri. Plăcerea este asigurată.

---

* Datorită unui amănunt de ordin juridic, Comisia de Valori Mobiliare și Burse din SUA i-a instruit pe Graham și Newman să se „debaraseze" sau să distribuie acționarilor fondului participația deținută de Graham-Newman Corp. la GEICO. Un investitor care, la începutul lui 1948, deținea 100 de acțiuni la Graham-Newman (valorând 11.413 $) și care, după aceea, n-a renunțat la acțiunile GEICO ar fi avut 1,66 de milioane $ în 1972. „Filialele create ulterior" de GEICO au fost Government Employees Financial Corp. și Criterion Insurance Co.

Scanned with OKEN Scanner

COMENTARIU LA POST-SCRIPTUM

A investi cu succes înseamnă a-ţi asuma riscuri, nu a le evita. La prima vedere, când îţi dai seama că Graham a investit 25% din capitalul fondului său într-o singură acţiune, ai putea crede că pariază în mod necugetat banii investitorilor. Apoi însă, când constaţi că Graham a prevăzut totul în cele mai mici amănunte, astfel încât să poată obţine din lichidarea acţiunilor GEICO o sumă cel puţin la fel de mare ca aceea plătită pentru cumpărarea lor, devine limpede faptul că Graham îşi asuma un risc financiar extrem de mic. A avut însă nevoie de foarte mult curaj pentru a-şi asuma riscul psihologic al investirii unei sume atât de mari într-o firmă necunoscută.[1]

Titlurile pe care le afişează astăzi ziarele sunt pline de informaţii înfricoşătoare şi de probleme nerezolvate: sfârşitul pieţei în creştere din anii 1990, încetinirea creşterii economice, fraude economice, spectrul terorismului şi al războiului. „Investitorilor nu le place incertitudinea" declamă chiar în acest moment la televizor sau într-un ziar un specialist în strategii de investiţii. Dar investitorilor nu le-a plăcut niciodată incertitudinea – şi cu toate acestea incertitudinea este starea fundamentală durabilă a lumii investitorilor. Întotdeauna a fost şi va mai fi. În esenţă, „incertitudine" şi „investiţie" sunt sinonime. În realitate, nimănui nu i s-a dat darul de a-şi da seama că un anumit moment este cel mai potrivit pentru a cumpăra acţiuni. Fără o credinţă salvatoare în viitor, nimeni n-ar fi interesat vreodată să investească. Ca să fii investitor, trebuie să crezi într-un viitor mai bun.

Lui Graham, celui mai citit dintre investitori, îi plăcea povestea lui Ulise, spusă în poemele lui Homer, Alfred Tennyson şi Dante. În ultima parte a vieţii, se delecta cu scena din „Infernul" lui Dante în care Ulise povesteşte cum şi-a îndemnat echipajul să navigheze spre apus, în apele necunoscute de dincolo de porţile lui Hercule:

---

[1] Povestea lui Graham ne aduce de asemenea aminte de faptul că aceia dintre noi care nu sunt la fel de geniali ca el trebuie să-şi diversifice întotdeauna portofoliul pentru a se proteja de riscul plasării unei sume prea mari într-un singur titlu. Când Graham însuşi recunoaşte că GEICO a fost o „lovitură norocoasă", înseamnă că cei mai mulţi dintre noi nu trebuie să se considere capabili să identifice o asemenea ocazie extraordinară. Pentru ca investiţiile să nu degenereze în pariuri, trebuie să vă diversificaţi plasamentele.

Scanned with OKEN Scanner

„O, fraţi ai mei cu inimi curajoase,
ce-n drum spre-Apus aţi biruit urgii,
cât mai aveţi un suflet viu în oase,
spre Soare-Apune cade-se-a vâsli,
zeloşi s-aflăm aievea şi anume
ce taine-ascund acele lumi pustii.
Gândiţi-vă că neamul vostru-n lume
n-a fost făcut spre trai dobitocesc,
ci să-şi croiască prin virtuţi renume."
Ai mei, de cum sfârşii să le vorbesc,
au fost cuprinşi de-aşa un dor de ducă
încât abia puteam să-i mai strunesc;
de-a lungul coastei stângi, pe mări nălucă,
cu pupa-ntoarsă către Răsărit,
părea că luntrea-n zbor năuc apucă. [2]

Şi activitatea de investitor este o aventură; perspectiva financiară este întotdeauna o lume neexplorată. Avându-l pe Graham drept ghid, călătoria dumneavoastră de-o viaţă în domeniul investiţiilor ar trebui să fie pe cât de sigură şi dătătoare de speranţe, pe atât de palpitantă.

[2] Dante Alighieri, „Infernul", cântul al XXVI-lea, versetele 112-125, traducere de Răzvan Codrescu, Ed. Christiana, Bucureşti, 2006. (N. tr.)

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

Anexe

1. Superinvestitorii din Graham-şi-Doddsville

de Warren E. Buffett

NOTA EDITORULUI: *Acest articol este o transcriere stilizată a unui discurs rostit la Universitatea Columbia în 1984 cu prilejul celei de-a cincizecea aniversări a apariţiei lucrării intitulate* Security Analysis *(„Analiza valorilor mobiliare"), scrise de Benjamin Graham şi David L. Dodd. În acest volum de specialitate au fost prezentate pentru prima oară ideile popularizate ulterior în „Investitorul inteligent". Eseul lui Buffett reprezintă o captivantă analiză a modului în care ucenicii lui Graham au folosit metoda investiţiilor bazate pe valoare pentru a obţine rezultate fenomenale pe piaţa bursieră.*

Oare metoda lui Graham şi Dodd de analiză a valorilor mobiliare bazată pe „identificarea unor valori cu o marjă de siguranţă semnificativă în raport cu preţurile" nu mai este actuală? Mulţi dintre profesorii de astăzi care scriu manuale răspund afirmativ. Ei susţin că piaţa bursieră este eficientă; că, adică, preţurile acţiunilor reflectă tot ceea ce se ştie despre perspectivele unei companii şi despre starea economiei. Nu există acţiuni subevaluate, afirmă aceşti teoreticieni, pentru că există specialişti inteligenţi în analiza valorilor mobiliare care folosesc toate informaţiile disponibile pentru a stabili preţuri adecvate în orice moment. Investitorii care par a bate piaţa an de an sunt pur şi simplu norocoşi. „Dacă preţurile reflectă pe deplin informaţiile disponibile, este exclusă o astfel de pricepere într-ale investiţiilor", scrie unul dintre autorii de manuale din zilele noastre.

Poate că aşa este. Eu vreau să vă prezint însă un grup de investitori care, an de an, au bătut indicele bursier Standard & Poor's 500. Ipoteza conform căreia ei reuşesc acest lucru din pură întâmplare merită măcar să fie analizată. Esenţial pentru această analiză este faptul că aceşti învingători îmi erau toţi bine cunoscuţi, fiind identificaţi dinainte ca nişte investitori superiori altora, ultima identificare producându-se cu peste cincisprezece ani în urmă. În absenţa acestei condiţii – adică dacă tocmai aş fi căutat azi dimineaţă prin mii de rapoarte ca să aleg pentru dumneavoastră câteva nume – v-aş fi sfătuit să nu

mai citiți chiar în acest moment. Ar trebui să mai adaug că am cunoscut pe mulți dintre cei care și-au dat banii pe mâna acestor agenți de investiții, iar cecurile primite de acei participanți de-a lungul anilor au confirmat rapoartele menționate.

Înainte de a începe această analiză, aș vrea să vă închipuiți un concurs național de dat cu banul. Să presupunem că, până mâine dimineață, strângem 225 de milioane de americani și îi cerem fiecăruia să parieze pe un dolar. Dimineața, la răsăritul soarelui, toți ies din case și dau cu banul. Dacă ghicesc care parte a monedei cade cu fața în sus, primesc un dolar de la cei care n-au ghicit. În fiecare zi, învinșii se retrag, iar în ziua următoare miza crește, căci câștigurile din zilele anterioare sunt puse toate la bătaie. După zece aruncări în zece zile, vor exista aproximativ 220.000 de americani care vor fi ghicit de zece ori la rând rezultatul aruncărilor. Fiecare va fi câștigat cu puțin peste 1.000 $.

Acum, acest grup va începe probabil să se umfle puțin în pene, căci firea omului este cum este. Poate că vor încerca să fie modești, dar, la cocteiluri, vor recunoaște față de reprezentanții sau reprezentantele atrăgătoare ale sexului opus ce tehnică au folosit și ce intuiție extraordinară au în ceea ce privește datul cu banul.

Presupunând că învingătorii primesc recompensa cuvenită de la învinși, peste alte zece zile vom avea 215 persoane care vor fi ghicit rezultatul aruncărilor de 20 de ori la rând și care, astfel, vor fi ajuns de la un dolar la ceva mai mult de 1 milion $. Se vor fi pierdut și se vor fi câștigat 225 de milioane $.

În acel moment, membrii grupului respectiv își vor pierde pur și simplu capul. Vor scrie probabil cărți despre „Cum am transformat un dolar într-un milion de dolari în douăzeci de zile, muncind treizeci de secunde în fiecare dimineață". Și mai rău, vor începe probabil să alerge dintr-o parte în alta a țării pentru a ține seminare despre datul eficient cu banul și pentru a-i întreba pe profesorii neîncrezători: „Dacă acest lucru este imposibil, noi, cei 215, cum am reușit?"

Atunci însă se va ivi probabil un profesor de economie destul de nepoliticos, care va spune că, dacă 225 de milioane de urangutani ar fi participat la un experiment asemănător, rezultatele ar fi fost cam aceleași – 215 urangutani egoiști cu 20 de aruncări consecutive câștigătoare.

Eu aș zice totuși că *există* unele deosebiri importante în exemplele pe care le voi prezenta. Pe de o parte, dacă (a) ai fi luat 225 de

milioane de urangutani distribuiți cam la fel ca populația SUA; dacă (b) după 20 de zile ar fi rămas 215 învingători; și dacă (c) ai fi constatat că 40 provin de la o anumită grădină zoologică din Omaha, ți-ai fi dat seama că ai descoperit ceva. Probabil că te-ai fi dus la administratorul respectivei grădini zoologice și l-ai fi întrebat ce le dă să mănânce, dacă au făcut exerciții speciale, ce cărți au citit și cine mai știe ce. Adică, dacă observați concentrări cu adevărat extraordinare ale succesului, este posibil să vreți să vedeți dacă puteți identifica concentrări ale unor caracteristici neobișnuite care ar putea reprezenta factorii cauzali.

Cercetarea științifică se desfășoară în mod firesc astfel. Dacă ați încerca să determinați posibilele cauze ale unei forme rare de cancer – cu 1.500 de cazuri pe an în SUA, să zicem – și ați constata că 400 dintre ele se înregistrează într-un orășel minier din Montana, ați fi foarte interesat de apa de aici, de profesia celor afectați sau de alte variabile. Știți că nu este o întâmplare faptul că 400 de cazuri provin dintr-o zonă restrânsă. N-ați cunoaște neapărat cauzele, dar ați ști unde să le căutați.

Eu vă spun că sunt și alte moduri de a defini originea decât cel geografic. Pe lângă originile geografice, poate exista ceea ce eu numesc o origine *intelectuală*. Eu cred că veți constata că un număr disproporționat de mare de persoane pricepute la datul cu banul în domeniul investițiilor provine dintr-un sătuleț intelectual pe care l-am putea numi Graham-și-Doddsville. În acest sat intelectual poate fi depistată o concentrare de învingători care pur și simplu nu poate fi pusă pe seama întâmplării.

Ar putea exista condiții care să facă irelevantă chiar și această concentrare. Poate că 100 de oameni repetau pur și simplu rezultatul pe care-l anticipa o personalitate deosebit de convingătoare. Când aceasta spunea „cap", 100 de adepți spuneau în mod automat că banul va cădea astfel. Dacă liderul ar face parte dintre cei 215 rămași la sfârșit, faptul că 100 au aceeași origine intelectuală n-ar avea nicio importanță. N-ați face decât să asociați un caz cu o sută de cazuri. În mod asemănător, să presupunem că trăiți într-o societate cu principii patriarhale solide și că fiecare familie din SUA este formată din zece membri. Să mai presupunem că principiile patriarhale sunt atât de solide, încât, atunci când cele 225 de milioane de persoane au ieșit din casă în prima zi, fiecare membru al familiei a pariat la fel ca tatăl.

Scanned with OKEN Scanner

Acum, la sfârşitul celor 20 de zile, ar exista 215 învingători şi aţi observa că ei provin din numai 21,5 familii. Nişte naivi ar putea spune că aceasta indică existenţa unui factor ereditar semnificativ care explică succesul obţinut la datul cu banul. Bineînţeles însă că n-ar avea nicio importanţă, pentru că ar însemna pur şi simplu că nu există 215 învingători individuali, ci 21,5 familii distribuite la întâmplare care au ieşit învingătoare.

În acest grup de investitori de succes pe care vreau să-i analizez, a existat un patriarh intelectual comun, Ben Graham. Însă copiii care au plecat din casa acestui patriarh intelectual au pariat într-un mod foarte diferit. Au mers în locuri diferite, au cumpărat şi au vândut diferite acţiuni şi companii, dar rezultatul general obţinut de ei nu poate fi pus pur şi simplu pe seama întâmplării. Cu siguranţă că nu poate fi explicat prin faptul că pariază toţi la fel deoarece un lider le indică acest lucru. Patriarhul n-a făcut decât să expună teoria luării deciziilor pe care le presupune un asemenea pariu, însă fiecare elev a hotărât să aplice teoria în felul său.

Tema intelectuală comună investitorilor din Graham-şi-Doddsville este aceasta: ei caută discrepanţe între *valoarea* unei afaceri şi *preţul* pe care-l au pe piaţă mici părţi din afacerea respectivă. În principiu, ei exploatează aceste discrepanţe fără a se gândi, cum fac adepţii teoriei pieţei eficiente, dacă acţiunile sunt cumpărate luni sau joi, dacă este ianuarie sau iulie etc. Fiindcă veni vorba, când oamenii de afaceri cumpără diverse firme – ceea ce fac de fapt investitorii noştri atunci când cumpără acţiuni de la bursă – eu mă îndoiesc că mulţi dintre ei iau această decizie în funcţie de ziua săptămânii sau a lunii în care se va realiza tranzacţia. Dacă nu contează absolut deloc că o firmă este cumpărată într-o luni sau într-o vineri, sunt surprins că universitarii consumă o mulţime de timp şi de energie pentru a afla dacă contează când se cumpără nişte mici părţi din aceleaşi firme. Este inutil să mai spun că investitorii noştri, care se bazează pe teoria lui Graham şi Dodd, nu discută despre beta, despre modelul de stabilire a preţului mijloacelor fixe sau despre covarianţă în randamentele titlurilor de valoare. Aceste lucruri nu-i interesează. De fapt, celor mai mulţi dintre ei le-ar fi greu să definească aceşti termeni. Investitorii se concentrează pur şi simplu asupra a două variabile: preţul şi valoarea.

Găsesc întotdeauna extraordinar faptul că se fac atâtea studii despre evoluţia preţului şi a volumului tranzacţiilor, subiectul preferat

Scanned with OKEN Scanner

al specialiştilor în analiză tehnică. Vă puteţi închipui cumpărând o întreagă afacere doar pentru că preţul ei a *urcat* substanţial în ultima săptămână şi în săptămâna dinainte? Desigur că motivul pentru care se fac o mulţime de studii despre aceste variabile, preţul şi volumul, este acela că acum, în era calculatoarelor, există o cantitate aproape infinită de date despre ele. Nu neapărat pentru că asemenea studii au o utilitate, ci pur şi simplu pentru că există date, iar universitarii au depus mari eforturi ca să-şi însuşească cunoştinţele matematice necesare manipulării lor. Odată însuşite, ar fi păcat să nu fie folosite, chiar dacă acest lucru nu are nicio utilitate sau are o utilitate negativă. Aşa cum spunea un prieten, pentru un om înzestrat cu un ciocan, totul seamănă cu un cui.

Eu cred că grupul pe care l-am identificat ca având o origine intelectuală comună merită să fie studiat. Să spunem printre altele că, în ciuda tuturor studiilor universitare despre influenţa unor variabile precum preţul, volumul, sezonalitatea, dimensiunea capitalizării etc. asupra randamentului acţiunilor, nu s-a manifestat niciun interes pentru studierea metodelor folosite de această concentrare neobişnuită de învingători care pun accentul pe valoare.

Voi începe analiza rezultatelor acestora întorcându-mă la un grup format din patru investitori care au lucrat la Graham-Newman Corporation între 1954 şi 1956. N-au fost decât patru – n-am ales aceste nume dintre câteva mii. M-am oferit să lucrez gratis la Graham-Newman după ce am urmat cursul lui Ben Graham, dar el m-a refuzat, considerându-mă supraevaluat. Lua foarte în serios problema valorii! Până la urmă m-a angajat după ce l-am bătut mult la cap. În firmă lucrau trei asociaţi şi noi, cei patru, „neciopliţii". Toţi patru am plecat între 1955 şi 1957, când firma şi-a încetat activitatea, fiind posibil să urmărim evoluţia a trei dintre ei.

Primul exemplu (a se vedea tabelul 1 de la paginile 569-570) este cel al lui Walter Schloss. Walter n-a mers la colegiu, dar a urmat un curs seral susţinut de Ben Graham la Institutul de Finanţe din New York. Walter a plecat de la Graham-Newman în 1955 şi a obţinut, pe parcursul a 28 de ani, rezultatele prezentate aici.

Iată ce a scris despre el „Adam Smith" în *Supermoney* (1972), după ce i-am spus despre Walter:

> Nu are nicio relaţie şi nici acces la informaţii utile. Practic nimeni de pe Wall Street nu-l cunoaşte, iar el însuşi n-a venit cu nicio idee. Caută numerele în manuale şi cere rapoartele anuale, iar asta este totul.

Scanned with OKEN Scanner

> Prezentându-mă [lui Schloss], Warren s-a descris, cred eu, pe sine. „El nu uită niciodată că lucrează cu banii altor oameni, iar aceasta îi întăreşte aversiunea puternică, normală faţă de pierdere." Este caracterizat printr-o integritate totală şi are o părere realistă despre sine. Banii sunt reali pentru el şi acţiunile sunt reale – iar de aici rezultă o atracţie faţă de principiul „marjei de siguranţă".

Walter şi-a diversificat extraordinar de mult plasamentele, posedând în mod curent peste 100 de acţiuni diferite. Ştie cum să identifice titlurile de valoare care se vând la un preţ cu mult sub valoarea lor pentru un posesor privat. *Iar asta este tot ce face el.* Nu se-ngrijorează dacă este ianuarie, nu se-ngrijorează dacă este luni, nu se-ngrijorează dacă este an electoral. El spune pur şi simplu: dacă o afacere valorează un dolar, iar eu o pot cumpăra cu 40 de cenţi, mi se poate întâmpla ceva bun. Şi face acest lucru de nenumărate ori. El posedă mult mai multe acţiuni decât mine – şi este mult mai puţin interesat de natura implicită a afacerii: mie nu mi se pare că am o influenţă foarte mare asupra lui Walter. Acesta este unul dintre punctele lui forte; nimeni nu are o influenţă mare asupra lui.

Al doilea este Tom Knapp, care a lucrat şi el la Graham-Newman împreună cu mine. Înainte de război, Tom a studiat chimia la Princeton; după ce s-a întors din război, a hoinărit pe plajă. După aceea, într-o zi, a citit că Dave Dodd susţinea un curs seral de investiţii la Columbia. Tom a primit un certificat de absolvire şi a devenit atât de interesat de subiect, încât s-a înscris la Columbia Business School, unde şi-a dat masteratul în administrarea afacerilor. A urmat din nou cursul lui Dodd, după care a urmat cursul lui Ben Graham. Fiindcă veni vorba, după 35 de ani, l-am sunat pe Tom ca să verifice unele dintre datele prezentate aici şi l-am găsit din nou pe plajă. Singura deosebire este că acum este proprietarul plajei!

În 1968, Tom Knapp şi Ed Anderson, un alt ucenic al lui Graham, împreună cu unu-doi amici cu convingeri similare, au format Tweedy, Browne Partners, iar rezultatele investiţiilor lor apar în tabelul 2. Ele s-au datorat unei foarte ample diversificări. Din când în când, cumpărau pachete de control ale unor firme, însă rezultatul investiţiilor pasive este egal cu rezultatul investiţiilor de control.

În tabelul 3 sunt înfăţişate realizările celui de-al treilea membru al grupului care a format Buffett Partnership în 1957. Cel mai bun lucru

Scanned with OKEN Scanner

pe care l-a făcut acesta a fost să plece în 1969. Într-un anumit sens, de atunci, Berkshire Hathaway a reprezentat, în unele privințe, o continuare a societății amintite. Nu vă pot da un indice care să reprezinte, din punctul meu de vedere, un criteriu corect de apreciere a modului în care s-au administrat investițiile la Berkshire. Cred însă că, oricum ați face evaluarea, ea este satisfăcătoare.

În tabelul 4 sunt prezentate rezultatele Fondului Sequoia, administrat de Bill Ruane, pe care l-am cunoscut în 1951 la cursul lui Ben Graham. După ce a terminat Harvard Business School, a lucrat pe Wall Street. Atunci şi-a dat seama că are nevoie de o pregătire adevărată în domeniul afacerilor şi a urmat cursul lui Ben de la Columbia, unde ne-am cunoscut la începutul lui 1951. Rezultatele obținute de Bill între 1951 şi 1970, când a lucrat cu sume relativ mici, au fost cu mult peste medie. Când am lichidat Buffett Partnership, l-am întrebat pe Bill dacă avea să creeze un fond care să gestioneze investițiile tuturor asociaților noştri. Aşa a înființat el Fondul Sequoia. L-a creat într-un moment groaznic, tocmai când eu mă retrăgeam. A intrat direct pe piața cu două niveluri şi s-a lovit de toate dificultățile care influențează randamentul relativ obținut de investitorii interesați de valoare. Sunt bucuros să spun că, într-o măsură covârşitoare, asociații mei nu numai că au rămas cu el, dar au şi venit cu bani, rezultatul fericit fiind cel prezentat.

Nu este vorba despre o lipsă de prevedere aici. Bill a fost singura persoană pe care am recomandat-o asociaților mei, iar în acel moment am spus că, dacă el reuşea să obțină un randament anual cu patru puncte mai mare decât cel al coşului Standard & Poor's, acesta avea să fie un rezultat bun. Bill a obținut mai mult de-atât, lucrând cu sume din ce în ce mai mari. Aceasta complică şi mai mult lucrurile. Dimensiunea este ancora performanței. În această privință nu există dubii. Nu înseamnă că nu poți obține un randament peste medie atunci când iei proporții, ci că marja se reduce. Iar dacă ajungi vreodată să administrezi două mii de miliarde de dolari, la cât sunt evaluate toate acțiunile din economie, să nu te gândeşti că vei obține un randament peste medie!

Ar trebui să adaug că, în rapoartele pe care le-am studiat până acum, în toată această perioadă n-au existat practic dubluri ale portofoliilor respective. Aceşti oameni aleg titlurile de valoare în funcție de discrepanța dintre preț şi valoare, dar fac selecția într-un mod foarte

Scanned with OKEN Scanner

diferit. Walter a făcut cele mai mari investiţii în firme solide precum Hudson Pulp & Paper, Jeddo Highland Coal, New York Trap Rock Company şi toate celelalte nume care-i vin instantaneu în minte chiar şi cititorului ocazional al rubricilor de afaceri. Numele alese de Tweedy Browne sunt şi mai puţin cunoscute decât acestea. Pe de altă parte, Bill a lucrat cu firme mari. Aceste portofolii s-au suprapus într-o foarte, foarte mică măsură. Datele respective nu reflectă faptul că un individ ar fi spus pe ce pariază, iar cincizeci de oameni ar fi strigat acelaşi lucru după el.

În tabelul 5 sunt trecute rezultatele unui prieten al meu care a absolvit dreptul la Harvard şi a înfiinţat o mare firmă de avocatură. L-am întâlnit prin 1960, când i-am spus că avocatura este o ocupaţie potrivită pentru timpul liber şi că el poate avea o meserie mai bună. A creat societate foarte diferită de cea a lui Walter. Portofoliul ei era axat pe un număr foarte mic de titluri şi deci rezultatele lui au fost mult mai instabile, deşi a fost folosită aceeaşi abordare bazată pe un preţ mai mic decât valoarea. El era dispus să accepte oscilaţii mai mari ale randamentului, întâmplându-se să fie un individ a cărui întreagă mentalitate facilitează concentrarea, cu rezultatele arătate. Apropo, aceste date aparţin lui Charlie Manger, multă vreme asociatul meu de la Berkshire Hathaway. Când s-a ocupat de propria societate însă, portofoliul lui a fost aproape complet diferit de al meu şi de al celorlalţi amici menţionaţi mai înainte.

Tabelul 6 cuprinde rezultatele unui amic care a fost camarad cu Charlie Munger, altul fără studii economice, el studiind matematica la USC. După absolvire, a lucrat la IBM, unde a fost o perioadă agent de vânzări. După ce eu am dat de Charlie, Charlie a dat de el. Acestea se întâmplă să fie datele lui Rick Guerin. Între 1965 şi 1983, Rick a reuşit să obţină un câştig de 22.200%, faţă de un randament compus al coşului S & P de 316%, rezultat pe care, probabil din cauza lipsei cunoştinţelor de economie, el îl consideră semnificativ din punct de vedere statistic.

O observaţie adiacentă aici: pentru mine este extraordinar faptul că ideea cumpărării unui dolar cu 40 de cenţi prinde imediat la oameni sau nu prinde deloc. Este ca o inoculare. Dacă nu captează imediat atenţia unei persoane, îmi dau seama că pot să vorbesc cu ea ani în şir şi să-i arăt date, şi nu s-ar întâmpla nimic. Ea nu pare a fi capabilă să înţeleagă acest concept, aşa simplu cum este. Unul ca Rick Guerin,

Scanned with OKEN Scanner

care nu a avut studii de economie, înțelege imediat metoda de investire bazată pe valoare și o aplică cinci minute mai târziu. N-am întâlnit niciodată pe cineva care să devină treptat adeptul ei pe parcursul a zece ani. Aceasta nu pare să țină de inteligență sau de pregătirea universitară. Fie este acceptată imediat, fie nu este acceptată deloc.

Tabelul 7 prezintă rezultatele lui Stan Perlmeter. Stan a studiat artele liberale la Universitatea Michigan și a fost asociat la agenția de publicitate Bozell & Jacobs. S-a întâmplat să ne aflăm în aceeași clădire în Omaha. În 1965, a înțeles că am o meserie mai bună ca a lui, așa că a renunțat la publicitate. Și de această dată n-a fost nevoie decât de cinci minute pentru ca Stan să adopte abordarea bazată pe valoare.

Perlmeter nu posedă ceea ce posedă Walter Schloss. Nu posedă ceea ce posedă Bill Ruane. Rezultatele lor sunt obținute într-un mod *independent*. Însă de fiecare dată când Perlmeter cumpără o acțiune, face asta pentru că realizează un câștig mai mare decât suma plătită. Este singurul lucru la care se gândește. Nu se uită la prognoza trimestrială a profitului, nu se uită la profitul din anul următor, nu se gândește la ce zi a săptămânii este, nu-i pasă ce spun studiile cu privire la investiții, indiferent unde ar fi fost făcute, nu este interesat de viteza cu care cresc prețurile, de volum, de nimic. Întreabă doar: cât valorează afacerea?

În tabelele 8 și 9 sunt prezentate rezultatele a două fonduri de pensii în activitatea cărora am fost implicat. Ele nu sunt alese dintre zecile de fonduri de pensii în activitatea cărora am fost implicat; sunt singurele pe care le-am influențat. Pe ambele le-am orientat spre administratori care acordă atenție valorii. Extrem de puține fonduri de pensii sunt administrate din punctul de vedere al valorii. Tabelul 8 corespunde Fondului de Pensii al Companiei Washington Post. A fost creat împreună cu o bancă importantă cu câțiva ani în urmă, iar eu am sugerat că ar fi bine să fie aleși niște administratori care pun accentul pe valoare.

După cum puteți observa, pe ansamblu, fondul s-a situat în frunte încă de când s-a făcut schimbarea respectivă. Conducerea companiei le-a spus administratorilor să păstreze cel puțin 25% din capital în obligațiuni, fără ca aceasta să fie neapărat opțiunea administratorilor în cauză. Prin urmare, am inclus randamentul obligațiunilor doar pentru a ilustra faptul că aceștia nu au o competență deosebită în domeniul obligațiunilor. N-ar fi spus că au. Chiar și cu această povară

Scanned with OKEN Scanner

de 25% din capitalul fondului investit într-un domeniu care nu intra în sfera lor de interes, ei s-au situat printre cei mai buni administratori de fonduri. Experiența Washington Post nu se întinde pe o perioadă foarte lungă, dar ilustrează numeroasele decizii de investiții luate de trei administratori care nu au fost identificați retroactiv.

Tabelul 9 conține rezultatele fondului aparținând FMC Corporation. Personal, nu gestionez acest fond, dar, în 1974, am influențat decizia companiei de a alege administratori orientați spre valoare. Înainte, administratorii fuseseră selectați așa cum îi selectează majoritatea companiilor mai importante. Acum, ei ocupă primul loc în studiul Becker cu privire la fondurile de pensii din punctul de vedere al dimensiunii fondului lor în perioada scursă de la această „convertire" la abordarea bazată pe valoare. Anul trecut, au avut opt administratori cu o vechime în fond mai mare de un an. Șapte dintre ei au obținut un rezultat general mai bun decât coșul S & P. Toți opt au obținut anul trecut un rezultat mai bun decât coșul S & P. Diferența existentă acum între un randament median și randamentul efectiv al fondului FMC în această perioadă este de 243 de milioane $. FMC pune acest lucru pe seama mentalității ce le-a fost insuflată cu privire la selecția administratorilor. Acei administratori nu sunt neapărat cei pe care i-aș fi ales eu, dar au ca numitor comun faptul că selectează titlurile pe baza valorii lor.

Acestea sunt așadar rezultatele a nouă „experți în datul cu banul" din Graham-și-Doddsville. Nu i-am ales fără a ști ce fac, dintre mii de asemenea experți. Nu este ca și cum v-aș spune numele unor câștigători la loterie – oameni despre care n-am auzit niciodată înainte ca aceștia să câștige la loterie. I-am ales pe acești oameni cu ani în urmă, pe baza concepției lor cu privire la luarea deciziilor referitoare la investiții. Știam ce fuseseră învățați și, în plus, cunoșteam eu însumi câte ceva despre inteligența, caracterul și temperamentul lor. Este foarte important să înțelegeți că, față de medie, acest grup și-a asumat un risc mult mai mic; uitați-vă la rezultatele lor din anii în care piața a fost slabă. Deși stilul lor diferă foarte mult, în mintea lor, acești investitori *cumpără întotdeauna afacerea, nu acțiunea*. Câțiva dintre ei cumpără uneori afaceri întregi. Mult mai mulți cumpără adeseori numai mici părți dintr-o afacere. Indiferent că achiziționează o afacere întreagă sau numai mici părți din ea, atitudinea lor este aceeași. Unii dintre ei au portofolii formate din zeci de acțiuni; alții se concentrează

Scanned with OKEN Scanner

asupra câtorva titluri. Toți exploatează însă diferența dintre prețul de piață al unei afaceri și valoarea ei intrinsecă.

Sunt convins că piața este în mare măsură ineficientă. Acești investitori din Graham-și-Doddsville au reușit să exploateze decalajele dintre preț și valoare. Când prețul unei acțiuni poate fi influențat de o „turmă" de pe Wall Street, unde prețurile sunt stabilite în marjă de persoana cea mai impresionabilă, cea mai lacomă sau cea mai deprimată, este greu să susții că piața fixează întotdeauna prețurile în mod rațional. De fapt, adeseori, prețurile pieței nu au niciun sens.

Aș vrea să spun un lucru important legat de risc și recompensă. Uneori, între risc și recompensă există o corelație pozitivă. Dacă cineva mi-ar spune: „Am un revolver cu șase gloanțe și l-am încărcat cu un glonț. Ce-ar fi să învârți butoiașul și să tragi o dată? Dacă nu mori, îți voi da 1 milion $", l-aș refuza – cred că 1 milion $ nu este destul. Atunci el s-ar putea să-mi ofere 5 milioane $ ca să apăs pe trăgaci de două ori – în acest caz ar exista o corelație pozitivă între risc și recompensă!

În cazul investițiilor bazate pe valoare, lucrurile stau exact invers. Dacă cumperi un dolar cu 60 de cenți, riscul este mai mare decât dacă cumperi un dolar cu 40 de cenți, însă, în ultima situație, speranța unei recompense este mai mare. Cu cât potențialul de recompensare aferent unui portofoliu format din investiții bazate pe valoare este mai mare, cu atât riscul este mai mic.

Un exemplu scurt: în 1973, The Washington Post Company avea o valoare de piață de 80 de milioane $. La vremea respectivă, în ziua respectivă, ai fi putut vinde activele acesteia unui cumpărător din zece cu nu mai puțin de 400 de milioane $, poate chiar cu mult mai mult. Compania deținea publicațiile *The Washignton Post, Newsweek* și câteva posturi de televiziune pe piețe importante. Acum, aceleași proprietăți valorează 2 miliarde $, așa că persoana care ar fi plătit 400 de milioane $ n-ar fi fost nebună.

Acum, dacă prețul acțiunilor ar fi scăzut și mai mult, astfel încât ele să valoreze 40 de milioane $ în loc de 80 de milioane $, coeficientul beta al acestora ar fi fost mai mare. Iar pentru cei care cred că beta indică riscul, prețul mai mic ar fi putut părea mai riscant. Parcă am fi în „Alice în țara minunilor". N-am reușit niciodată să înțeleg de ce este mai riscant să cumperi proprietăți în valoare de 400 de milioane $ cu 40 de milioane $ decât să le cumperi cu 80 de

Scanned with OKEN Scanner

milioane $. Şi, în realitate, dacă cumperi mai multe asemenea titluri de valoare şi ştii totul despre valoarea afacerilor respective, nu-ţi asumi în principiu niciun risc cumpărând 400 de milioane $ cu 80 de milioane $, mai ales dacă faci aceasta cumpărând zece grămezi de câte 40 de milioane $ cu 8 milioane $ fiecare. Cum nu ai în mâini cele 400 de milioane $, vrei să fii sigur că te ai bine cu nişte oameni oneşti şi cât de cât competenţi, dar acest lucru nu este greu.

De asemenea, trebuie să ai cunoştinţele care să-ţi permită să faci o estimare foarte generală a valorii afacerilor respective. Nu trebuie să calculezi exact. Asta înţelegea Ben Graham prin asigurarea unei marje de siguranţă. Nu evaluezi şi cumperi cu 80 de milioane $ afaceri care valorează 83 de milioane $. Îţi laşi o rezervă importantă. Când construieşti un pod, te asiguri că el poate susţine o masă de 15 tone, dar nu laşi să treacă pe el decât camioane de 5 tone. Acelaşi principiu se aplică în activitatea de investiţii.

În concluzie, unii dintre dumneavoastră cu un spirit mai negustoresc se pot întreba de ce scriu acest articol. Creşterea numărului adepţilor abordării bazate pe valoare va duce în mod obligatoriu la diminuarea diferenţelor dintre preţ şi valoare. Nu vă pot spune decât că secretul este cunoscut de 50 de ani, de când Ben Graham şi Dave Dodd au scris „Analiza valorilor mobiliare", şi cu toate acestea n-am observat vreo preferinţă pentru investiţiile bazate pe valoare în cei 35 de ani de când practic această metodă. Se pare că există o trăsătură perversă a omului care tinde să complice lucrurile simple. De fapt, în ultimii 30 de ani, lumea academică, dacă se poate spune aşa, s-a distanţat treptat de metoda investirii pe baza valorii. Sunt şanse ca lucrurile să continue astfel. Vapoarele vor naviga în jurul lumii, dar Societatea Pământului Plat va înflori. Pe piaţă vor exista în continuare mari discrepanţe între preţ şi valoare, iar cei care i-au citit pe Graham şi Dodd vor continua să prospere.

Urmează tabelele 1-9:

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 1. Walter J. Schloss

Anul	Câştig total S & P, inclusiv dividende (%)	Câştigul anual total al asociaţilor WJS (%)	Câştigul anual total al societăţii WJS (%)
1956	7,5	5,1	6,8
1957	–10,5	–4,7	–4,7
1958	42,1	42,1	54,6
1959	12,7	17,5	23,3
1960	–1,6	7,0	9,3
1961	26,4	21,6	28,8
1962	–10,2	8,3	11,1
1963	23,3	15,1	20,1
1964	16,5	17,1	22,8
1965	13,1	26,8	35,7
1966	–10,4	0,5	0,7
1967	26,8	25,8	34,4
1968	10,6	26,6	35,5

Câştigul compus al Standard & Poor's pe 28¼ ani	887,2%
Câştigul compus al asociaţilor WJS Limited pe 28¼ ani	6.678,4%
Câştigul compus al societăţii WJS pe 28¼ ani	23.104,7%
Randamentul anual compus al Standard & Poor's pe 28¼ ani	8,4%
Randamentul anual compus al asociaţilor WJS pe 28¼ ani	16,1%
Randamentul anual compus al societăţii WJS pe 28¼ ani	21,3%

De-a lungul existenţei sale, societatea a deţinut peste 800 de titluri diferite şi, de cele mai multe ori, a avut cel puţin 100 de plasamente. Activele aflate în prezent în administrare au o valoare de aproximativ 45 de milioane $. Diferenţa dintre randamentele societăţii şi cele ale asociaţilor se datorează plasamentelor încredinţate spre administrare asociatului principal.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 1. Walter J. Schloss (*continuare*)

Anul	Câştig total S & P, inclusiv dividende (%)	Câştigul anual total al asociaţilor WJS (%)	Câştigul anual total al societăţii WJS (%)
1969	–7,5	–9,0	–9,0
1970	2,4	–8,2	–8,2
1971	14,9	25,5	28,3
1972	19,8	11,6	25,5
1973	–14,8	–8,0	–8,0
1974	–26,6	–6,2	–6,2
1975	36,9	42,7	52,2
1976	22,4	29,4	39,2
1977	–8,6	25,8	34,4
1978	7,0	36,6	48,8
1979	17,6	29,8	39,7
1980	32,1	23,3	31,1
1981	6,7	18,4	24,5
1982	20,2	24,1	32,1
1983	22,8	38,4	51,2
1984 tr. I	2,3	0,8	1,1

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 2. Tweedy, Browne Inc.

Perioadă încheiată (30 septembrie)	Dow Jones (%)*	S & P 500* (%)	TBK general (%)	Asociații TBK (%)
1968 (9 luni)	6,0	8,8	27,6	22,0
1969	–9,5	–6,2	12,7	10,0
1970	–2,5	–6,1	–1,3	–1,9
1971	20,7	20,4	20,9	16,1
1972	11,0	15,5	14,6	11,8
1973	2,9	1,0	8,3	7,5
1974	–31,8	–38,1	1,5	1,5
1975	36,9	37,8	28,8	22,0
1976	29,6	30,1	40,2	32,8
1977	–9,9	–4,0	23,4	18,7
1978	8,3	11,9	41,0	32,1
1979	7,9	12,7	25,5	20,5
1980	13,0	21,1	21,4	17,3
1981	–3,3	2,7	14,4	11,6
1982	12,5	10,1	10,2	8,2
1983	44,5	44,3	35,0	28,2
Randament total 15¾ ani	191,8%	238,5%	1.661,2%	936,4%
Randamentul anual compus al Standard & Poor's pe 15¾ ani				7,0%
Randamentul anual compus al asociaților TBK pe 15¾ ani				16,0%
Randamentul anual compus general al TBK pe 15¾ ani				20,0%

* Include dividendele plătite, atât pentru indicele compozit Standard & Poor's 500, cât și pentru Indicele Dow Jones Industrial Average.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 3. Buffett Partnership, Ltd.

Anul	Rezultate generale ale Dow (%)	Rezultatele societății (%)	Rezultatele asociaților (%)
1957	–8,4	10,4	9,3
1958	38,5	40,9	32,2
1959	20,0	25,9	20,9
1960	–6,2	22,8	18,6
1961	22,4	45,9	35,9
1962	–7,6	13,9	11,9
1963	20,6	38,7	30,5
1964	18,7	27,8	22,3
1965	14,2	47,2	36,9
1966	–15,6	20,4	16,8
1967	19,0	35,9	28,4
1968	7,7	58,8	45,6
1969	–11,6	6,8	6,6
Randamentele cumulative sau compuse sunt următoarele:			
1957	–8,4	10,4	9,3
1957-58	26,9	55,6	44,5
1957-59	52,3	95,9	74,7
1957-60	42,9	140,6	107,2
1957-61	74,9	251,0	181,6
1957-62	61,6	299,8	215,1
1957-63	94,9	454,5	311,2
1957-64	131,3	608,7	402,9
1957-65	164,1	943,2	588,5
1957-66	122,9	1156,0	704,2
1957-67	165,3	1606,9	932,6
1957-68	185,7	2610,6	1403,5
1957-69	152,6	2794,9	1502,7
Randament anual compus	7,4	29,5	23,8

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 4. Fondul Sequoia, Inc.

Anul	*Variația procentuală anuală*** Fondul Sequoia (%)	Indicele S & P 500 (%)*
1970 (din 15 iulie)	12,1	20,6
1971	13,5	14,3
1972	3,7	18,9
1973	–24,0	–14,8
1974	–15,7	–26,4
1975	60,5	37,2
1976	72,3	23,6
1977	19,9	–7,4
1978	23,9	6,4
1979	12,1	18,2
1980	12,6	32,3
1981	21,5	–5,0
1982	31,2	21,4
1983	27,3	22,4
1984 (trimestrul I)	–1,6	–2,4
Întreaga perioadă	775,3%	270,0%
Randamentul anual compus	17,2%	10,0%
Plus 1% taxă de administrare	1,0%	
Randamentul brut al investiției	18,2%	10,0%

* Include dividendele (şi distribuția profitului din operațiuni de capital în cazul Fondului Sequoia) tratate ca şi cum ar fi fost reinvestite.

** Aceste cifre diferă puțin de valorile S & P din tabelul 1 datorită modului diferit de calcul al dividendelor reinvestite.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 5. Charles Munger

Anul	Mass. Inv. Trust (%)	Acțiunile investitorilor (%)	Lehman (%)	Tri-Cont (%)	Dow (%)	Întreaga societate (%)	Asociații (%)
Rezultate anuale (1)							
1962	–9,8	–13,4	–14,4	–12,2	–7,6	30,1	20,1
1963	20,0	16,5	23,8	20,3	20,6	71,7	47,8
1964	15,9	14,3	13,6	13,3	18,7	49,7	33,1
1965	10,2	9,8	19,0	10,7	14,2	8,4	6,0
1966	–7,7	–9,9	–2,6	–6,9	–15,7	12,4	8,3
1967	20,0	22,8	28,0	25,4	19,0	56,2	37,5
1968	10,3	8,1	6,7	6,8	7,7	40,4	27,0
1969	–4,8	–7,9	–1,9	0,1	–11,6	28,3	21,3
1970	0,6	–4,1	–7,2	–1,0	8,7	–0,1	–0,1
1971	9,0	16,8	26,6	22,4	9,8	25,4	20,6
1972	11,0	15,2	23,7	21,4	18,2	8,3	7,3
1973	–12,5	–17,6	–14,3	–21,3	–23,1	–31,9	–31,9
1974	–25,5	–25,6	–30,3	–27,6	–13,1	–31,5	–31,5
1975	32,9	33,3	30,8	35,4	44,4	73,2	73,2

Scanned with OKEN Scanner

Rezultate compuse (2)							
1962	–9,8	–13,4	–14,4	–12,2	–7,6	30,1	20,1
1962-63	8,2	0,9	6,0	5,6	11,5	123,4	77,5
1962-64	25,4	15,3	20,4	19,6	32,4	234,4	136,3
1962-65	38,2	26,6	43,3	32,4	51,2	262,5	150,5
1962-66	27,5	14,1	39,5	23,2	27,5	307,5	171,3
1962-67	53,0	40,1	78,5	54,5	51,8	536,5	273,0
1962-68	68,8	51,4	90,5	65,0	63,5	793,6	373,7
1962-69	60,7	39,4	86,9	65,2	44,5	1046,5	474,6
1962-70	61,7	33,7	73,4	63,5	57,1	1045,4	474,0
1962-71	76,3	56,2	119,5	100,1	72,5	1336,3	592,2
1962-72	95,7	79,9	171,5	142,9	103,9	1455,5	642,7
1962-73	71,2	48,2	132,7	91,2	77,2	959,3	405,8
1962-74	27,5	40,3	62,2	38,4	36,3	625,6	246,5
1962-75	69,4	47,0	112,2	87,4	96,8	1156,7	500,1
Randament mediu anual compus	3,8	2,8	5,5	4,6	5,0	19,8	13,7

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 6. Pacific Partners, Ltd.

Anul	Indicele S & P 500 (%)	Rezultatele asociaților (%)	Rezultatele generale ale societății (%)
1965	12,4	21,2	32,0
1966	–10,1	24,5	36,7
1967	23,9	120,1	180,1
1968	11,0	114,6	171,9
1969	–8,4	64,7	97,1
1970	3,9	–7,2	–7,2
1971	14,6	10,9	16,4
1972	18,9	12,8	17,1
1973	–14,8	–42,1	–42,1
1974	–26,4	–34,4	–34,4
1975	37,2	23,4	31,2
1976	23,6	127,8	127,8
1977	–7,4	20,3	27,1
1978	6,4	28,4	37,9
1979	18,2	36,1	48,2
1980	32,3	18,1	24,1
1981	–5,0	6,0	8,0
1982	21,4	24,0	32,0
1983	22,4	18,6	24,8
Câştigul compus al Standard & Poor's pe 19 ani			316,4%
Câştigul compus al asociaţilor pe 19 ani			5.530,2%
Câştigul compus al societăţii pe 19 ani			22.200,0%
Randamentul anual compus al Standard & Poor's pe 19 ani			7,8%
Randamentul anual compus al asociaţilor pe 19 ani			23,6%
Randamentul anual compus al societăţii pe 19 ani			32,9%

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 7. Perlmeter Investments

Anul	General PIL (%)	Asociaţi (%)		
1.08-31.12.65	40,6	32,5	Câştig procentual total societate de la 1.08.65 la 31.10.83	4277,2%
1966	6,4	5,1	Câştig procentual asociaţi de la 1.08.65 la 31.10.83	2309,5%
1967	73,5	58,8	Randament anual compus al întregii societăţi	23,0%
1968	65,0	52,0	Randament anual compus al asociaţilor	19,0%
1969	–13,8	–13,8	Dow Jones Industrial Average 31.07.65 (aproximativ)	882
1970	–6,0	–6,0	Dow Jones Industrial Average 31.10.83 (aproximativ)	1225
1971	55,7	49,3	Randament compus aproximativ al DJI, inclusiv dividendele	7%
1972	23,6	18,9		
1973	–28,1	–28,1		
1974	–12,0	–12,0		
1975	38,5	38,5		
1.01-31.10.76	38,2	34,5		
1.11.76-31.10.77	30,3	25,5		
1.11.77-31.10.78	31,8	26,6		
1.11.78-31.10.79	34,7	28,9		
1.11.79-31.10.80	41,8	34,7		
1.11.80-31.10.81	4,0	3,3		
1.11.81-31.10.82	29,8	25,4		
1.11.82-31.10.83	22,2	18,4		

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 8. The Washington Post Company, fondul mutual principal, 31 decembrie 1983

	Trimestrul curent		Anul încheiat		2 ani încheiaţi*		3 ani încheiaţi*		5ani încheiaţi*	
	Rand. %	Loc	Rand. %	Loc	Rand. %	Loc	Rand. %	Loc	Rand. %	Loc
Toate investiţiile										
Administrator A	4,1	2	22,5	10	20,6	40	18,0	10	20,2	3
Administrator B	3,2	4	34,1	1	33,0	1	28,2	1	22,6	1
Administrator C	5,4	1	22,2	11	28,4	3	24,5	1	–	–
Fond principal (toţi administratorii)	3,9	1	28,1	1	28,2	1	24,3	1	21,8	1
Acţiuni ordinare										
Administrator A	5,2	1	32,1	9	26,1	27	21,2	11	26,5	7
Administrator B	3,6	5	52,9	1	46,2	1	37,8	1	29,3	3
Administrator C	6,2	1	29,3	14	30,8	10	29,3	3	–	–
Fond principal (toţi administratorii)	4,7	1	41,2	1	37,0	1	30,4	1	27,6	1
Obligaţiuni										
Administrator A	2,7	8	17,0	1	26,6	1	19,0	1	12,2	2
Administrator B	1,6	46	7,6	48	18,3	53	12,7	84	7,4	86
Administrator C	3,2	4	10,4	9	24,0	3	18,9	1	–	–
Fond principal (toţi administratorii)	2,2	11	9,7	14	21,1	14	15,2	24	9,3	30
Obligaţiuni şi echivalente de numerar										
Administrator A	2,5	15	12,0	5	16,1	64	15,5	21	12,9	9
Administrator B	2,1	28	9,2	29	17,1	47	14,7	41	10,8	44
Administrator C	3,1	6	10,2	17	22,0	2	21,6	1	–	–
Fond principal (toţi administratorii)	2,4	14	10,2	17	17,8	20	16,2	2	12,5	9

* Valori anualizate.

Locul indică rezultatul obţinut de fond în raport cu rezultatele celorlalte fonduri din studiul lui A.C. Becker.

Locul este dat sub formă de percentilă: 1 = rezultatul cel mai bun, 100 = rezultatul cel mai slab.

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 9. Fondul de pensii al FMC Corporation, randament anual (%)

Perioada încheiată în	1 an	2 ani	3 ani	4 ani	5 ani	6 ani	7 ani	8 ani	9 ani
FMC (combinat obligațiuni și acțiuni)									
1983	23,0								*17,1
1982	22,8	13,6	16,0	16,6	15,5	12,3	13,9	16,3	
1981	5,4	13,0	15,3	13,8	10,5	12,6	15,4		
1980	21,0	19,7	16,8	11,7	14,0	17,3			
1979	18,4	14,7	8,7	12,3	16,5				
1978	11,2	4,2	10,4	16,1					
1977	–2,3	9,8	17,8						
1976	23,8	29,3							
1975	35,0							* 18,5 numai din acțiuni	
Mediana planului general al lui Becker									
1983	15,6								12,6
1982	21,4	11,2	13,9	13,9	12,5	9,7	10,9	12,3	
1981	1,2	10,8	11,9	10,3	7,7	8,9	10,9		
1980	20,9	NE	NE	NE	10,8	NE			
1979	13,7	NE	NE	NE	11,1				
1978	6,5	NE	NE	NE					
1977	–3,3	NE	NE						
1976	17,0	NE							
1975	24,1								

Scanned with OKEN Scanner

TABELUL 9. Fondul de pensii al FMC Corporation, randament anual (%) (*continuare*)

Perioada încheiată în	1 an	2 ani	3 ani	4 ani	5 ani	6 ani	7 ani	8 ani	9 ani
S & P 500									
1983	22,8								15,6
1982	21,5	7,3	15,1	16,0	14,0	10,2	12,0	14,9	
1981	–5,0	12,0	14,2	12,2	8,1	10,5	14,0		
1980	32,5	25,3	18,7	11,7	14,0	17,5			
1979	18,6	12,4	5,5	9,8	14,8				
1978	6,6	–0,8	6,8	13,7					
1977	7,7	6,9	16,1						
1976	23,7	30,3							
1975	37,2								

Scanned with OKEN Scanner

2. Reguli importante cu privire la regimul fiscal al venitului din investiții și al tranzacțiilor mobiliare (în 1972)

Nota editorului: Din cauza amplelor schimbări suferite de regulile care guvernează aceste tranzacții, următorul document este prezentat aici numai în scopuri istorice. Când a fost scris pentru prima oară de Benjamin Graham, în 1972, toate informațiile cuprinse în el erau corecte. Evoluțiile produse între timp au făcut însă ca, astăzi, documentul să nu mai fie util. După anexa 2 scrisă de Graham se află o versiune revizuită și actualizată a „Principiilor impozitării investițiilor", în care se prezintă cititorului o actualizare a celor mai importante reguli.

Regula 1 – dobânda și dividendele

Dobânda și dividendele sunt impozabile asemenea venitului din activitatea curentă, exceptând: a) venitul adus de obligațiile de plată emise de autoritățile statale, municipale și similare, care sunt scutite de impozitul federal, dar pot fi supuse impozitării la nivel statal; b) dividendele reprezentând câștig din operațiuni de capital; c) anumite dividende plătite de societățile de investiții (a se vedea mai jos); d) prima sută de dolari din dividendele curente plătite de corporațiile autohtone.

Regula 2 – profiturile și pierderile din operațiunile de capital

Profiturile și pierderile pe termen scurt din operațiuni de capital sunt cumulate pentru a obține profitul sau pierderea netă pe termen scurt din operațiuni de capital. Profiturile și pierderile pe termen lung din operațiuni de capital sunt cumulate pentru a obține profitul sau pierderea netă pe termen lung din operațiuni de capital. Dacă profitul net pe termen scurt din operațiuni de capital depășește pierderea netă pe termen lung din operațiuni de capital, întregul excedent trebuie inclus în venit. Impozitul maxim în acest caz este de 25% pentru partea din profit de până la 50.000 $ și de 35% pentru ceea ce depășește această sumă.

Pierderea netă din operațiuni de capital (suma care depășește profitul din operațiuni de capital) este deductibilă din venitul din activitatea curentă în limita a 1.000 $ în anul curent și în fiecare dintre cei cinci ani următori. Alternativ, pierderile nefolosite pot servi în

Scanned with OKEN Scanner

orice moment la reducerea profitului din operațiuni de capital. (Pierderile reportate, înregistrate înainte de 1970, sunt tratate într-un mod mai generos decât pierderile ulterioare.)

Notă cu privire la „societățile de investiții reglementate"

Majoritatea fondurilor de investiții („societăți de investiții") profită de prevederile speciale ale legislației fiscale care le permit să beneficieze în mare măsură de tratamentul fiscal al societăților în nume colectiv. Astfel, dacă obțin profituri pe termen lung din tranzacțiile mobiliare, ele au posibilitatea să le distribuie ca „dividende sub formă de profit din operațiuni de capital", care sunt raportate de acționarii lor la fel ca profiturile pe termen lung. Acestora li se aplică o cotă de impozit mai mică decât cea aplicabilă dividendelor curente. Alternativ, o asemenea societate poate alege să plătească impozitul de 25% pentru suma distribuită acționarilor săi și apoi să rețină restul de profit din operațiuni de capital fără să-l distribuie ca dividende sub formă de profit din operațiuni de capital.

3. Principiile impozitării investițiilor (actualizate la nivelul anului 2003)

Dobânda și dividendele

Dobânda și dividendele sunt impozitate asemenea venitului din activitatea curentă, exceptând: a) venitul adus de obligațiunile municipale, care sunt scutite de impozitul federal pe venit, dar pot fi supuse impozitării la nivel statal; b) dividendele reprezentând câștig din operațiuni de capital; c) profitul pe termen lung din operațiuni de capital distribuit de fondurile mutuale (a se vedea mai jos). Obligațiunile municipale emise în vederea finanțării unui proiect privat, chiar dacă sunt deținute de un fond mutual, vă pot obliga la plata impozitului federal minim alternativ.

Profiturile și pierderile din operațiunile de capital

Profiturile și pierderile pe termen scurt din operațiuni de capital sunt cumulate pentru a obține profitul sau pierderea netă pe termen scurt din operațiuni de capital. Profiturile și pierderile pe termen lung din operațiuni de capital sunt cumulate pentru a determina profitul sau pierderea netă pe termen lung din operațiuni de capital. Dacă profitul

Scanned with OKEN Scanner

net pe termen scurt din operațiuni de capital depăşeşte pierderea netă pe termen lung din operațiuni de capital, excedentul este considerat venit din activitatea curentă. Dacă există profit net pe termen lung din operațiuni de capital, acesta este impozitat la cota cea mai avantajoasă aferentă profitului din operațiuni de capital, care este în general de 20% – ea va scădea la 18% în cazul titlurilor cumpărate după 31 decembrie 2000 şi păstrate mai mult de cinci ani.

Pierderea netă din operațiuni de capital este deductibilă din venitul din activitatea curentă în limita a cel mult 3.000 $ în anul curent. Pierderile din operațiuni de capital care depăşesc 3.000 $ pot servi în următorii ani fiscali la reducerea profitului din operațiuni de capital.

Fondurile mutuale

Ca „societăți de investiții reglementate", aproape toate fondurile mutuale profită de prevederile speciale ale legislației fiscale care le scutesc de la plata impozitului pe profitul firmei. După vânzarea plasamentelor pe termen lung, fondurile mutuale pot să distribuie profiturile ca „dividende sub formă de profit din operațiuni de capital", pe care acționarii lor le tratează ca profituri pe termen lung. Acestora li se aplică o cotă de impozit mai mică (în general de 20%) decât cea aplicabilă dividendelor curente (caz în care poate ajunge la 39%). În general, ar trebui să nu faceți alte investiții importante în trimestrul al patrulea al fiecărui an, când este distribuit de obicei acest dividend sub formă de profit din operațiuni de capital; altfel, veți plăti impozit pentru un profit obținut de fond înainte ca dumneavoastră să-l fi încasat.

4. Noua speculație cu acțiuni ordinare[1]

Ceea ce vă voi spune va reflecta anii îndelungați petrecuți de mine pe Wall Street, cu diversele experiențe corespunzătoare acestora. Acestea au inclus apariția repetată a unor condiții noi ori a unei atmosfere noi, care pune la încercare valoarea experiențelor în sine. Este adevărat că unul dintre elementele care diferențiază știința economică, finanțele şi analiza valorilor mobiliare de alte discipline practice este validitatea incertă a fenomenelor din trecut considerate ca indiciu al prezentului şi viitorului. Cu toate acestea, nu avem dreptul să respingem lecțiile trecutului atâta vreme cât nu le-am studiat şi nu le-am înțeles cel puțin. Cuvântul meu de astăzi este o încercare de a vă face să înțelegeți un domeniu restrâns – şi mai ales de a evidenția

Scanned with OKEN Scanner

existența unor relații contrastante între prezent și trecut în atitudinea noastră generală față de investițiile și speculațiile cu acțiuni ordinare.

Permiteți-mi să încep cu un rezumat al tezei mele. În trecut, elementele speculative ale unei acțiuni ordinare rezidau aproape în exclusivitate în compania însăși; ele se datorau incertitudinilor, elementelor fluctuante, slăbiciunilor evidente ale domeniului de activitate sau modului de organizare a companiei. Aceste elemente speculative există, bineînțeles, și astăzi; se poate însă spune că acțiunea lor a fost sensibil diminuată de o serie de evoluții pe termen lung la care voi face referire. În schimb, din *exteriorul* companiilor a fost introdus în arena acțiunilor ordinare un nou și important element speculativ. El este determinat de atitudinea și punctul de vedere al publicului cumpărător de acțiuni și al sfătuitorilor acestuia – mai ales al nostru, specialiștii în analiza valorilor mobiliare. Această atitudine poate fi descrisă într-o singură frază: accent pus în primul rând pe așteptări.

Nimic nu va părea mai logic și mai firesc acestui auditoriu ca ideea conform căreia o acțiune ordinară trebuie evaluată și prețuită în primul rând pe baza rezultatelor anticipate ale companiei. Totuși această idee simplă în aparență conține în ea o serie de paradoxuri și capcane. Pe de o parte, ea ascunde o bună parte din deosebirile mai vechi, binecunoscute dintre investiții și speculații. Dicționarul spune că „a specula" vine din latinescul „specula", „post de observație". Astfel, speculator era cel care observa și-și dădea seama de apariția fenomenelor înaintea altora. În prezent însă, dacă investitorul este abil sau bine sfătuit, trebuie să aibă și el propria perspectivă asupra viitorului, altfel ajunge să împartă același post de observație cu speculatorul.

În al doilea rând, constatăm că, în marea majoritate a cazurilor, companiile care prezintă caracteristicile cele mai potrivite unei investiții – adică cea mai mare bonitate – sunt cele ale căror acțiuni ordinare au mari șanse să atragă atenția speculatorilor, din moment ce toată lumea crede că ele au asigurat un viitor strălucit. În al treilea rând, ideea perspectivelor, și în particular a creșterii neîntrerupte în viitor, reclamă aplicarea unor formule din matematicile superioare, în vederea stabilirii valorii actuale a emisiunilor preferate. Însă combinația de formule precise și ipoteze imprecise poate fi folosită pentru a stabili sau, mai degrabă, pentru a justifica practic orice valoare, oricât de mare, pe care dorește cineva s-o dea unei emisiuni cu adevărat remarcabile. Paradoxal este însă faptul că, la o analiză atentă,

Scanned with OKEN Scanner

se va observa că, tocmai datorită acestui lucru, nu se poate stabili şi păstra pentru o anumită companie aflată în creştere o valoare sau un interval destul de restrâns de valori; de aceea, uneori, piaţa îi poate da, se pare, o valoare şocant de *mică*.

Întorcându-ne la diferenţa dintre elementele speculative mai vechi şi cel mai noi ale acţiunilor ordinare, le-am putea caracteriza prin două cuvinte bizare, dar potrivite: endogene şi exogene. Permiteţi-mi să ilustrez pe scurt cazul acţiunilor ordinare speculative de tip vechi, distincte de acţiunile procurate pentru portofoliu, prin câteva date din 1911-1913 referitoare la companiile American Can şi Pennsylvania Railroad. (Acestea apar în lucrarea lui Benjamin Graham şi David L. Dodd, „Analiza valorilor mobiliare", McGraw-Hill, 1940, pp. 2-3.)

În cei trei ani, preţul acţiunilor „Pennsy" a variat numai între 53 şi 65, adică între de 12,2 ori şi de 15 ori profitul mediu din perioada respectivă. Compania avea un profit stabil, plătea un dividend garantat de 3 $, iar investitorii erau siguri că acesta avea la bază active tangibile cu o valoare cu mult superioară celei nominale de 50 $. În schimb, preţul acţiunilor American Can a variat între 9 şi 47; profitul, între 7 cenţi şi 8,86 $; raportul preţ-profitul mediu pe trei ani a variat între 1,9 şi 10; firma n-a plătit niciun dividend; iar investitorii rafinaţi au fost foarte conştienţi de faptul că valoarea nominală de 100 $ a acţiunilor ordinare nu reprezenta decât „apă" ascunsă, căci valoarea acţiunilor privilegiate depăşea valoarea activelor tangibile corespunzătoare acestora. Astfel, acţiunile ordinare American Can erau acţiuni speculative reprezentative, pentru că American Can Company era pe atunci o întreprindere capitalizată într-un mod speculativ, dintr-un domeniu fluctuant şi nesigur. În realitate, American Can avea un viitor îndepărtat cu mult mai strălucit decât cel al companiei Pennsylvania Railroad; dar, pe lângă faptul că acest lucru n-a fost bănuit de investitorii şi speculatorii acelor vremuri, şi chiar dacă ar fi bănuit, probabil că ele ar fi fost scoase din calcul de investitori ca fiind în principiu irelevante pentru politicile şi programele de investiţii din anii 1911-1913.

Acum, pentru a vă înfăţişa evoluţia pe care a cunoscut-o de-a lungul timpului importanţa pe care o au pentru investiţii perspectivele pe termen lung, aş vrea să dau ca exemplu cea mai spectaculoasă întreprindere industrială de mari dimensiuni de la noi, nimeni alta decât International Business Machines, care, anul trecut, a intrat în

Scanned with OKEN Scanner

grupul restrâns al companiilor cu vânzări de 1 miliard $. Îmi permiteți să introduc aici una-două note autobiografice, cu scopul de a da o tentă personală unui excurs bazat pe cifre seci? În 1912, părăsisem colegiul pentru un trimestru ca să mă ocup de un proiect de cercetare pentru U.S. Express Company. Urmăream să stabilim efectul produs asupra încasărilor de un sistem nou, revoluționar de calcul al tarifelor de expediere. În acest scop, am folosit așa-numitele mașini Hollerith, închiriate de la Computing-Tabulating-Recording Company, cum se numea pe atunci. Acestea erau alcătuite din perforatoare de cartele, sortatoare de cartele și tabulatoare – dispozitive aproape necunoscute, la acea oră, oamenilor de afaceri, și folosite mai ales de Biroul de Recensământ. Eu am ajuns pe Wall Street în 1914, iar, în anul următor, obligațiunile și acțiunile ordinare ale C.-T.-R. Company au fost cotate la Bursa de Valori New York. Ei bine, am avut un fel de interes sentimental față de acea întreprindere și, în plus, mă consideram un fel de expert tehnic în produsele acesteia, fiind unul dintre puținii finanțiști care le văzuseră și le folosiseră. Așa se face că, la începutul lui 1916, m-am dus la șeful firmei mele, domnul A.N., și i-am explicat că acțiunile C.-T.-R. se vindeau cu vreo 45 (un număr de 105.000 de acțiuni), că, în 1915, aduseseră un profit de 6,50 $, că valoarea lor contabilă – incluzând, bineînțeles, unele active intangibile neseparate – era de 130 $, că începuse să plătească un dividend de 3 $ și că eu aveam o părere foarte bună despre produsele și perspectivele companiei. Domnul A.N. s-a uitat la mine îngăduitor. „Ben", spuse el, „să nu-mi mai aminteşti niciodată de acea companie. Nu m-aş atinge de ea nici cu cleştele. [Aceasta era expresia lui preferată.] Obligațiunile ei de 6% se vând cu vreo 80 și nu au nicio valoare. Atunci ce valoare pot să aibă acțiunile? Toată lumea știe că în spatele lor nu este decât apă." (Glosar: pe atunci, aceasta era sentința supremă. Însemna că valoarea activelor din bilanț era una fictivă. Multe companii industriale – în special U.S. Steel – în ciuda valorii lor nominale de 100 $, nu reprezentau altceva decât apă, ascunsă în spatele unei valori umflate a activelor fixe. Cum ele nu aveau „nimic" pe ce să se bazeze, în afara capacității de a produce câștig și a perspectivelor, niciun investitor onorabil nu le-ar acorda o a doua șansă.)

M-am întors în colțișorul meu tihnit de statistician, asemenea unui tânăr pus la punct. Domnul A.N. nu era numai un om experimentat și apreciat, ci și extrem de abil. Atât de mult am fost impresionat de

sentința radicală pronunțată de el în cazul companiei Computing-Tabulating-Recording, încât n-am cumpărat toată viața mea nici măcar o acțiune a acesteia, nici chiar după ce firma și-a schimbat numele în International Business Machines în 1926.

Acum să aruncăm o privire asupra situației aceleiași companii după ce și-a luat noul nume în 1926, un an în care acțiunile s-au vândut destul de scump. La vremea respectivă, ea a consemnat pentru prima oară în bilanț valoarea fondului de comerț, care era destul de mare, 13,6 milioane $. A.N. avusese dreptate. Practic, fiecare dolar din așa-numitul capital aflat la baza acțiunilor ordinare în 1915 nu era altceva decât apă. De atunci însă, compania obținuse rezultate impresionante sub conducerea lui T.L. Watson Sr. Profitul net crescuse de la 691.000 $ la 3,7 milioane $ – de peste cinci ori – o creștere procentuală care nu avea să mai fie realizată ulterior în nicio perioadă de 11 ani. Valoarea capitalului fix corespunzător acțiunilor ordinare era semnificativă, acestea fiind scindate în raportul de 3,6 la 1. Pentru noile acțiuni fusese stabilit un dividend de 3 $, în vreme ce profitul aferent acestora era de 6,39 $. Ar fi fost de așteptat ca piața bursieră din 1926 să fie destul de interesată de o companie cu o asemenea evoluție favorabilă și cu o situație comercială atât de solidă. Ia să vedem. Prețul a variat în acel an între 31 și 59. La prețul mediu de 45, multiplicatorul profitului era tot de 7, iar randamentul dividendului era tot de 6,7%, ca în 1915. Prețul minim, de 31, nu depășea cu mult valoarea contabilă a mijloacelor fixe, iar, din acest punct de vedere, prețul era mult mai moderat decât fusese cu 11 ani mai înainte.

Aceste date ilustrează, după cum își poate da seama oricine, persistența vechii concepții cu privire la investiții până la apogeul pieței în creștere din anii 1920. Ceea ce s-a întâmplat de atunci se poate rezuma folosind intervale de câte zece ani din existența companiei IBM. În 1936, profitul net s-a dublat față de 1926, iar valoarea medie a multiplicatorului a crescut de la 7 la 17½. Între 1936 și 1946, profitul a crescut de 2½ ori, dar valoarea medie a multiplicatorului din 1946 a rămas la 17½. Apoi, ritmul de creștere s-a mărit. Profitul net din 1956 a fost de aproape 4 ori mai mare ca în 1946, iar valoarea medie a multiplicatorului a crescut la 32½. Anul trecut, când profitul net a înregistrat o nouă creștere, valoarea multiplicatorului a crescut din nou la o medie de 42, dacă nu punem la socoteală capitalul neconsolidat al filialei din străinătate.

Scanned with OKEN Scanner

Când analizăm cu atenție valorile recente ale prețului, observăm unele analogii și contraste interesante cu cele de acum patruzeci de ani. Toată acea apă scandaloasă, atât de prezentă în bilanțurile companiilor industriale, a dispărut complet – întâi ca urmare a prezentării valorii ei, apoi ca urmare a amortizărilor. Însă un alt fel de apă a fost introdusă la loc în valoarea stabilită de piața bursieră – de investitorii și speculatorii înșiși. Dacă IBM se vinde acum la un preț de 7 ori mai mare ca valoarea contabilă, în loc să se vândă la un preț de 7 ori mai mare ca profitul, este practic ca și cum n-ar avea nicio valoare contabilă. Sau mica parte reprezentând valoarea contabilă poate fi considerată un fel de componentă minoră a prețului, aferentă acțiunilor privilegiate, restul reprezentând exact același gen de angajament pe care speculatorul de pe vremuri și-l asuma atunci când cumpăra acțiuni ordinare Woolworth sau U.S. Steel exclusiv pentru capacitatea acestora de a produce câștig și pentru perspectivele lor.

Merită remarcat în trecere faptul că, în cei treizeci de ani în care raportul preț-profit în cazul IBM a crescut de la 7 la 40, multe dintre ceea ce eu am numit aspectele speculative endogene ale marilor noastre companii industriale au tins spre dispariție sau, cel puțin, s-au diminuat semnificativ. Situația lor financiară este stabilă, structura capitalului, moderată: sunt administrate cu mai multă pricepere și chiar cu mai multă onestitate ca înainte. În plus, cerințele referitoare la divulgarea tuturor informațiilor utile investitorilor au eliminat unul dintre cele mai importante elemente speculative din trecut – cel rezultat din ignoranță și mister.

Aici voi face o altă digresiune personală. În primii ani petrecuți pe Wall Street, una dintre misterioasele companii preferate de mine a fost Consolidated Gas of New York, acum Consolidated Edison. Aceasta avea o filială rentabilă, New York Edison Company, dar raporta numai dividendele primite din această sursă, nu întregul profit. Profitul neraportat al firmei Edison alimenta misterul și „valoarea ascunsă". Spre surprinderea mea, am descoperit că aceste valori secrete erau transmise de fapt în fiecare an Comisiei de Servicii Publice a statului. N-a trebuit decât să consult documentele și să prezint adevăratul profit al Consolidated Gas într-un articol. (Întâmplător, suma cu care a crescut profitul n-a fost una spectaculoasă.) Unul dintre prietenii mei mai vârstnici mi-a spus atunci: „Ben, poate că te crezi grozav că furnizezi acele cifre care lipsesc, dar cei de pe

Scanned with OKEN Scanner

Wall Street n-or să aibă de ce să-ţi mulţumească. Consolidated Gas, cu tot misterul ei, este mai interesantă şi mai valoroasă decât fără mister. Voi, tinerii care vreţi să vă băgaţi nasul în toate, o să distrugeţi piaţa de capital."

Este adevărat că cei trei M care alimentau pe atunci în foarte mare măsură focurile speculative au dispărut aproape complet. Este vorba despre Mister, Manipulare şi Marje (mici). Însă noi, specialiştii în analiza valorilor mobiliare, am creat noi înşine metode de evaluare care au un caracter atât de speculativ, încât ţin destul de bine locul mai vechilor factori speculativi. Oare nu avem acum cei „3M" ai noştri – nimeni alta decât Minnesota Mining and Manufacturing Company – iar acţiunile ordinare ale acesteia nu sunt o ilustrare perfectă a noilor speculaţii, dacă este să le deosebim de cele vechi? Să analizăm câteva date. Când acţiunile ordinare M. M. & M. se vindeau anul trecut cu 101, piaţa le atribuia o valoare de 44 de ori mai mare decât profitul din 1956, care s-a întâmplat să nu crească în mod semnificativ în 1957. Întreprinderea în sine era evaluată la 1,7 miliarde $, 200 de milioane reprezentând valoarea activelor nete, iar 1,5 miliarde $, valoarea dată de piaţă „fondului de comerţ". Nu ştim ce calcule s-au făcut pentru a se ajunge la acea valoare a fondului de comerţ; ştim însă că, după câteva luni, piaţa şi-a revizuit evaluarea în sens negativ, cu circa 450 de milioane $, adică aproximativ 30%. Este, evident, imposibil să calculezi cu exactitate valoarea componentei intangibile a unei companii excepţionale ca aceasta. Rezultă astfel, ca un fel de regulă matematică, că, cu cât este mai important factorul reprezentat de fondul de comerţ sau de capacitatea de a produce câştig în viitor, cu atât este mai incertă valoarea reală a întreprinderii şi deci cu atât sunt mai speculative acţiunile ordinare.

Poate că este bine să acceptăm că modul de evaluare din trecut a acestor factori intangibili se deosebeşte esenţial de modul de evaluare din prezent. Cu cel puţin o generaţie în urmă, exista regula, aplicată atât în stabilirea preţului mediu al acţiunilor, cât şi în evaluările legale, ca activele intangibile să fie evaluate pe baza unor criterii mai stricte decât cele folosite la evaluarea activelor tangibile. Profitul unei companii industriale stabile trebuia să aibă o pondere cuprinsă între 6% şi 8% din valoarea activelor tangibile, reprezentate de regulă de obligaţiuni şi acţiuni privilegiate; însă profitul ei excedentar sau activele intangibile pe care le producea acesta trebuia să reprezinte, de

Scanned with OKEN Scanner

exemplu, 15%. (Veți găsi aproximativ aceste raporturi în oferta inițială de acțiuni privilegiate și ordinare a companiei Woolworth din 1911, precum și în multe altele.) Ce s-a întâmplat însă din anii 1920? Astăzi, în principiu, relațiile sunt exact inverse. De regulă, profitul unei companii trebuie să aibă acum o pondere de circa 10% în capitalul propriu pentru ca acțiunile ei să se vândă pe piață la valoarea contabilă. Dar profitul excedentar, reprezentând peste 10% din capital, este evaluat de obicei după criterii mai generoase sau luând în considerare un multiplicator mai mare, în comparație cu profitul de bază care trebuie să susțină valoarea contabilă pe piață. Astfel, acțiunile unei companii al cărei profit reprezintă 15 procente din valoarea capitalului propriu se pot vinde la un preț mai mare de 13½ ori decât profitul sau de două ori mai mare decât valoarea activelor nete. Înseamnă că primele 10 procente dintre cele 15 sunt evaluate luând în considerare un raport preț-profit de numai 10, însă următoarele 5 procente – ceea ce se chema înainte „profit excedentar" – sunt evaluate luând în considerare un raport preț-profit de 20.

Acum, există o explicație logică pentru această inversare produsă în procedura de evaluare, care are legătură cu accentul mai nou pus pe așteptările privitoare la ritmul de creștere. Companiile care înregistrează un randament ridicat al capitalului sunt evaluate după criterii atât de generoase nu doar datorită rentabilității lor și relativei stabilități asociate acesteia, ci și, poate într-o măsură mai mare, datorită faptului că un raport mare între profit și capital merge în general mână în mână cu un ritm de creștere înalt și cu perspective favorabile. Astfel, în cazul companiilor foarte rentabile, astăzi se plătește de fapt nu fondul de comerț în vechiul sens al cuvântului, limitat la un nume consacrat și la o afacere profitabilă, ci așteptările ipotetic mai mari legate de obținerea unor profituri superioare în viitor.

Aceste lucruri mă duc cu gândul la unu-două aspecte matematice suplimentare ale noii atitudini față de evaluarea acțiunilor ordinare, la care voi face referire doar sub forma unor scurte sugestii. Dacă, așa cum arată numeroase teste, multiplicatorul profitului tinde să crească odată cu rentabilitatea – adică odată cu raportul dintre profit și valoarea contabilă – atunci consecința aritmetică a acestui fapt este aceea că valoarea tinde să crească direct proporțional cu pătratul profitului, dar *invers* proporțional cu valoarea contabilă. Astfel, activele tangibile au devenit, într-o măsură importantă și foarte reală, un factor limitativ

Scanned with OKEN Scanner

pentru valoarea medie de piață, în loc să fie un factor stimulativ al acesteia. Să luăm un exemplu, care este departe de a fi unul extrem. Dacă Firma A înregistrează un profit de 4 $ pe acțiune la o valoare contabilă de 20 $, iar Firma B înregistrează și ea un profit de 4 $ pe acțiune la o valoare contabilă de 100 $, este aproape sigur că acțiunile Firmei A vor avea un multiplicator mai mare și deci se vor vinde la un preț mai mare decât cele ale Firmei B – să zicem, de 60 $ pentru acțiunile Firmei A și de 35 $ pentru acțiunile Firmei B. Astfel, n-ar fi greșit să se spună că plusul de 80 $ pe acțiune corespunzător activelor Firmei B determină un preț de piață mai mic cu 25 $ pe acțiune, din moment ce se presupune că profitul pe acțiune este același.

Dar mai importantă decât aspectul amintit mai înainte este relația generală dintre matematică și noul mod de stabilire a valorii acțiunilor. Se iau cele trei ingrediente, (a) ipoteze optimiste cu privire la ritmul de creștere a profitului, (b) o perioadă destul de lungă de creștere prognozată în viitor, (c) mecanismele miraculoase ale dobânzii compuse – și iată, specialistul în analiza valorilor mobiliare are la dispoziție o nouă piatră filozofală, care poate produce sau justifica orice valoare se dorește pentru o acțiune realmente „de bună calitate". M-am referit într-un articol recent apărut în *Analysts' Journal* la moda folosirii matematicilor superioare pe piețele în creștere și am citat expunerea lui David Durand cu privire la analogia frapantă dintre calculul valorii acțiunilor în creștere și faimosul „paradox Petersburg", care i-a intrigat și i-a năucit pe matematicieni vreme de peste două sute de ani. Ceea ce vreau eu să evidențiez aici este că există un paradox special în relația dintre matematică și atitudinea investitorilor față de acțiunile ordinare: se consideră în mod obișnuit că matematica produce rezultate exacte și sigure; pe piața bursieră însă, cu cât calculele sunt mai complexe și mai obscure, cu atât mai nesigure și mai speculative sunt concluziile pe care le tragem în urma lor. În patruzeci și patru de ani de activitate și studiu pe Wall Street, n-am văzut făcându-se niciodată niște calcule serioase cu privire la valoarea acțiunilor ordinare sau la politici de investiții conexe care să nu se limiteze la socoteli simple sau la metode algebrice elementare. Ori de câte ori se apelează la calcule sau la algebra superioară, este semn că operatorul încearcă să înlocuiască experiența cu teoria și, de multe ori, să dea speculației înfățișarea falsă a unei investiții.

Scanned with OKEN Scanner

Concepţiile mai vechi cu privire la investiţiile în acţiuni ordinare îi pot părea cu totul naive specialistului rafinat în analiza valorilor mobiliare de astăzi. S-a pus întotdeauna un accent deosebit pe ceea ce numim astăzi aspectele defensive ale companiei sau acţiunilor emise – în special pe certitudinea că aceasta va continua să plătească acelaşi dividend în perioadele nefaste. Astfel, acţiunile ordinare ale solidelor societăţi de căi ferate, care reprezentau investiţia standard în urmă cu cincizeci de ani, erau privite în realitate cam la fel cum sunt privite acţiunile ordinare ale companiilor de utilităţi publice din ultimii ani. Dacă rezultatele din trecut indicau stabilitate, principala cerinţă era îndeplinită; nu se depunea un efort prea mare pentru a anticipa schimbările nefavorabile pe care le putea suferi în viitor o caracteristică fundamentală. Dimpotrivă, perspectivele deosebit de favorabile erau considerate de investitorii abili un lucru demn de luat în seamă, dar nu de suportat din buzunarul propriu.

De fapt, aceasta înseamnă că investitorul nu trebuia să plătească o sumă substanţială pentru perspectivele mai bune pe termen lung. El beneficia de acestea, practic fără costuri suplimentare, ca răsplată pentru inteligenţa superioară şi discernământul dovedit în alegerea celor mai bune companii, nu pur şi simplu a celor bune. Căci acţiunile ordinare care beneficiau de aceeaşi forţă financiară, acelaşi profit şi aceeaşi stabilitate a dividendelor dădeau toate cam acelaşi randament al dividendului.

Era, într-adevăr, un punct de vedere lipsit de orizont, dar avea marele avantaj că, datorită lui, în vremurile de demult, investiţia în acţiuni ordinare era nu doar o operaţiune simplă, ci şi una în esenţă sigură şi foarte profitabilă. Permiteţi-mi să fac pentru ultima oară o observaţie personală. Pe la 1920, firma noastră a distribuit o serie de broşurele intitulate „Lecţii pentru investitori". Bineînţeles că numai un analist impulsiv de vreo 25 de ani ca mine putea să dea un titlu atât de pompos şi de arogant. Într-unul dintre materiale însă, am făcut o afirmaţie superficială: „Dacă o acţiune ordinară este o investiţie bună, este în acelaşi timp şi o speculaţie bună." Căci, gândeam eu, dacă o acţiune ordinară este atât de stabilă, încât riscul de a pierde aferent acesteia este foarte mic, ea trebuie în mod obişnuit să fie atât de sigură, încât să ofere şanse excelente de câştig în viitor. Acum, descoperirea mea era perfect valabilă şi chiar preţioasă, numai că era valabilă doar pentru că nimeni nu-i acorda nicio atenţie. După câţiva

Scanned with OKEN Scanner

ani, când publicul şi-a dat seama de avantajele oferite în timp de acţiunile ordinare ca investiţii pe termen lung, ele au încetat curând să mai ofere un asemenea avantaj, pentru că entuziasmul publicului a făcut ca preţurile să atingă niveluri care l-au privat de marja de siguranţă încorporată în acestea, şi astfel le-au scos din categoria investiţiilor. Bineînţeles că, în acel moment, situaţia s-a schimbat radical, iar noi am putut să vedem curând una dintre autorităţile cele mai respectate declarând (în 1931) că nicio acţiune ordinară nu ar putea reprezenta *vreodată* o investiţie.

Când analizăm în perspectivă această îndelungată experienţă, observăm alte paradoxuri în atitudinea schimbătoare a investitorului faţă de profiturile din operaţiuni de capital, spre deosebire de atitudinea faţă de venit. Pare un truism a spune că investitorul de odinioară în acţiuni ordinare nu era foarte interesat de profiturile din operaţiunile de capital. El cumpăra aproape întotdeauna gândindu-se la siguranţă şi la venit, lăsându-l pe speculator să se frământe în privinţa creşterii preţului. Astăzi, vom spune probabil că, cu cât investitorul este mai experimentat şi mai abil, cu atât va acorda mai puţină atenţie randamentului dividendelor şi se va concentra mai mult asupra creşterii valorii pe termen lung. Cu toate acestea, s-ar putea afirma cu înverşunare că, tocmai din cauză că investitorul de odinioară nu se concentra asupra creşterii valorii capitalului în viitor, se asigura practic de acest lucru, cel puţin în domeniul acţiunilor industriale. Şi, invers, investitorul de azi este atât de preocupat să anticipeze viitorul, încât plăteşte din plin pentru el dinainte. Astfel, este posibil ca ceea ce el a prevăzut cu atâta minuţiozitate şi grijă să se îndeplinească şi totuşi să nu-i aducă niciun câştig. Dacă viitorul nu se materializează în măsura aşteptată, el poate suferi de fapt o importantă pierdere temporară şi, eventual, chiar una cu caracter permanent.

Ce *lecţii* – ca să folosesc din nou titlul pretenţios al broşurii mele din 1920 – poate învăţa analistul din 1958 din această raportare a trecutului la atitudinile actuale? Suntem înclinaţi să spunem că nu cine ştie ce. Putem privi cu nostalgie înapoi, la zilele în care nu plăteam decât pentru prezent şi puteam obţine viitorul pe nimic – un fel de „totul şi cerul pe deasupra". Clătinând din cap cu tristeţe, vom murmura: „Nu vom mai vedea noi zilele acelea." Oare n-au gustat investitorii şi specialiştii în analiza valorilor mobiliare din pomul cunoaşterii perspectivelor bune şi rele? Făcând asta, nu s-au exclus ei oare

Scanned with OKEN Scanner

pentru totdeauna din acel Rai în care acțiunile ordinare promițătoare puteau fi culese din tufișuri la prețuri rezonabile? Oare suntem blestemați să ne asumăm întotdeauna riscul fie de a plăti prețuri anormal de mari pentru calitate și perspective favorabile, fie de a face investiții de slabă calitate, cu perspective slabe, atunci când plătim ceea ce pare a fi un preț rezonabil?

Se pare că așa stau lucrurile. Și totuși nu poți fi sigur nici chiar de această dilemă pesimistă. De curând, am făcut o mică incursiune în istoria îndelungată a acestei colosale întreprinderi care este General Electric, impulsionat fiind de graficul impresionant al profiturilor și dividendelor înregistrate pe parcursul a 59 de ani, care a apărut în recent publicatul „Raport pe 1957". Aceste cifre reprezintă o surpriză pentru analistul bine informat. Pe de o parte, ele arată că, înainte de 1947, creșterea înregistrată de G.E. a fost destul de modestă și foarte neregulată. Profitul din 1946, raportat la numărul acțiunilor, a fost cu numai 30% mai mare decât cel din 1902 – 52 de cenți, față de 40 de cenți – iar în această perioadă, în niciun an, nu s-a obținut un profit de două ori mai mare decât cel din 1902. Cu toate acestea, raportul preț-profit a crescut de la 9 în 1910 și 1916 la 29 în 1936 și 1946. S-ar putea spune, bineînțeles, că multiplicatorul din 1946 a demonstrat cel puțin binecunoscuta capacitate de previziune a investitorilor abili. Noi, analiștii, am reușit să prevedem atunci deceniul cu adevărat extraordinar de creștere care se apropia. Poate că așa a fost. Dar unii dintre dumneavoastră își amintesc faptul că anul următor, 1947, în care profitul pe acțiune al G.E. a înregistrat un nou nivel maxim, a fost marcat și de o extraordinară scădere a raportului preț-profit. La un nivel minim de 32 (înaintea scindării în raportul de 3 la 1), acțiunile G.E. se vindeau de fapt din nou la un preț de numai 9 ori mai mare decât profitul curent, prețul mediu din anul respectiv fiind de numai aproximativ 10 ori mai mare decât profitul. Globul nostru de cristal s-a întunecat cu siguranță în scurtul răstimp de douăsprezece luni.

Această întorsătură frapantă a avut loc cu doar unsprezece ani în urmă. După opinia mea, ea aruncă o oarecare umbră de îndoială asupra valabilității depline a ideii acceptate de majoritatea analiștilor, potrivit căreia companiile importante, de perspectivă vor înregistra întotdeauna un raport preț-profit foarte mare – acesta fiind un fapt concret fundamental pentru investitori, care îl pot accepta și agrea la rândul lor. Nu doresc nicidecum să am o atitudine dogmatică în

Scanned with OKEN Scanner

această problemă. Tot ce pot eu să spun este că nu sunt convins de aceasta şi că fiecare trebuie să se convingă singur.

În încheiere însă, pot să fac unele afirmaţii categorice cu privire la structura pieţei diverselor tipuri de acţiuni ordinare, din punctul de vedere al caracteristicilor investiţionale şi speculative ale acestora. Pe vremuri, caracterul investiţional al unei acţiuni ordinare era mai mult sau mai puţin acelaşi, ori proporţional cu cel al întreprinderii în sine, fiind reflectat foarte bine de bonitatea ei. Cu cât era mai mică rentabilitatea obligaţiunilor sau acţiunilor ei privilegiate, cu atât erau şanse mai mari ca acţiunile ordinare să îndeplinească toate criteriile unei investiţii satisfăcătoare, iar factorul speculativ implicat în achiziţia lor să fie mai nesemnificativ. Această relaţie, între caracterul speculativ al acţiunilor ordinare şi cel investiţional al companiei, ar putea fi reprezentată din punct de vedere grafic sub forma unei linii drepte care coboară de la stânga la dreapta. În prezent însă, eu cred că graficul are forma literei U. La stânga, unde compania însăşi este speculativă şi încrederea în ea este redusă, acţiunile ordinare sunt, bineînţeles, puternic speculative, aşa cum au fost întotdeauna în trecut. În extremitatea dreaptă însă, unde compania are cea mai mare bonitate datorită faptului că atât rezultatele din trecut, cât şi perspectivele ei sunt impresionante, constatăm că piaţa bursieră tinde mai mult sau mai puţin continuu să introducă un puternic factor speculativ în acţiunile ordinare cu ajutorul unui mijloc simplu, respectiv al unui preţ atât de mare, încât riscul devine destul de important.

În acest moment, nu mă pot abţine să dau un citat extraordinar de relevant, deşi oarecum exagerat, pe această temă pe care l-am găsit de curând într-unul dintre sonetele lui Shakespeare. El sună astfel:

> Oare n-am văzut locatari care, de formă şi din obligaţie,
> Pierd totul şi mai mult, plătind o chirie prea mare?

Întorcându-mă la graficul meu imaginar, factorul speculativ din achiziţia acţiunilor ordinare tinde să atingă nivelul minim în partea centrală. Aici am putea găsi multe companii consacrate, cu situaţie solidă, cu un ritm de creştere corespunzător celui al economiei naţionale şi cu perspective aparent asemănătoare. Asemenea acţiuni ordinare ar putea fi cumpărate aproape oricând, cu excepţia perioadelor în care piaţa aflată în creştere atinge palierele superioare, la preţuri

Scanned with OKEN Scanner

moderate în raport cu valorile intrinseci pe care le indică. În realitate, ca urmare a tendinței actuale a investitorilor și speculatorilor deopotrivă de a-și concentra atenția asupra emisiunilor mai atractive, mă hazardez să afirm că aceste acțiuni de mijloc au tendința de a se vinde în general la un preț destul de mic în comparație cu valoarea lor determinabilă independent. Astfel, ele au o marjă de siguranță oferită de aceleași preferințe și prejudecăți ale pieței care tind să distrugă marja de siguranță a emisiunilor mai promițătoare. În plus, aceste companii oferă mari posibilități de analiză percutantă a rezultatelor din trecut și de apreciere judicioasă a perspectivelor, la care se poate adăuga siguranța mai mare oferită de diversificare.

Când Phaethon a insistat să i se dea pe mâini carul Soarelui, tatăl său, experimentat conducător, i-a dat neofitului câteva sfaturi pe care, ulterior, acesta nu le-a respectat – spre nenorocirea lui. Ovidiu a rezumat sfaturile lui Phoebus Apollo în trei cuvinte:

> *Medius tutissimus ibis*
> Vei fi cel mai în siguranță urmând calea de mijloc.

Cred că acest principiu rămâne valabil pentru investitori și sfătuitorii lor specializați în analiza valorilor mobiliare.

5. Studiu de caz: Aetna Maintenance Co.

Prima parte a acestui caz este reprodusă din ediția publicată în 1965, unde a apărut cu titlul „Un exemplu groaznic". A doua parte prezintă pe scurt metamorfoza suferită ulterior de această întreprindere.

Noi credem că s-ar produce un efect salutar asupra atitudinii viitoare a cititorilor noștri față de noile oferte de acțiuni ordinare dacă am da aici un „exemplu groaznic". El este luat de pe prima pagină a „Ghidului acțiunilor" publicat de Standard & Poor's și ilustrează într-o manieră extremă slăbiciunile evidente ale emisiunilor cotate la bursă în perioada 1960-1962, valorile exagerat de mari atribuite acestora de piață și prăbușirea lor ulterioară.

În noiembrie 1961, s-au vândut publicului 154.000 de acțiuni ordinare Aetna Maintenance Co. la prețul de 9 $, acesta crescând imediat la 15 $. Înainte de finanțare, valoarea pe acțiune a activelor

Scanned with OKEN Scanner

nete era de 1,20 $, însă aceasta a crescut la ceva mai mult de 3 $ pe acțiune în urma vânzării noilor acțiuni.

Situația vânzărilor și a profiturilor înainte de finanțare era următoarea:

Sfârșitul de an	*Vânzări ($)*	*Profit net pentru acțiunile ordinare ($)*	*Profit pe acțiune ($)*
Iunie 1961	3.615.000	187.000	0,69
(Iunie 1960)*	(1.527.000)	(25.000)	(0,09)
Decembrie 1959	2.215.000	48.000	0,17
Decembrie 1958	1.389.000	16.000	0,06
Decembrie 1957	1.083.000	21.000	0,07
Decembrie 1956	1.003.000	2.000	0,01

* Pentru șase luni.

Cifrele corespunzătoare după finanțare au fost următoarele:

Iunie 1963	4.681.000 $	*42.000 $* (def.)	*0,11 $* (def.)
Iunie 1962	4.234.000 $	149.000 $	0,36 $

În 1962, prețul a scăzut la $2^2/_3$, iar în 1964, la $^7/_8$. În această perioadă nu s-au plătit dividende.

COMENTARIU: Firma era mult prea mică pentru a emite acțiuni pe piață. Acțiunile s-au vândut – și s-au cumpărat – în virtutea rezultatelor obținute într-*un singur an*; rezultatele anterioare fuseseră derizorii. Nimic din esența acestei afaceri extrem de competitive nu garanta stabilitatea viitoare. La prețul mare înregistrat curând după emiterea acțiunilor, publicul imprudent plătea mai mult, raportat la profit și la valoarea activelor, decât pentru majoritatea companiilor noastre mari și solide. Acest exemplu este, recunoaștem, unul extrem, dar este departe de a fi unic; se cunosc sute de situații de supraevaluare, mai redusă ca proporție, dar impardonabilă.

Urmarea (1965-1970)

În 1965, au intrat în companie capitaluri noi. Afacerea nerentabilă cu servicii de întreținere a clădirilor a fost vândută, iar compania s-a apucat de o activitate cu totul diferită: fabricarea de dispozitive electronice. Numele a fost schimbat în Haydon Switch and Instrument Co. Profitul n-a fost impresionant. În perioada 1965-1969, întreprinderea a înregistrat un profit mediu de numai 8 cenți pentru o acțiune

Scanned with OKEN Scanner

din „vechiul pachet", profitul cel mai mare, de 34 de cenți, fiind înregistrat în anul cel mai bun, 1967. Însă, într-un stil cu adevărat modern, compania a scindat, în 1968, acțiunile în raportul de 2 la 1. Și prețul de piață a evoluat conform așteptărilor Wall Street-ului. A crescut de la $^{7}/_{8}$ în 1964 la echivalentul a 16½ în 1968 (după scindare). Prețul a depășit acum nivelul-record stabilit în zilele entuziasmante ale lui 1961. De această dată, supraevaluarea a fost mult mai puternică decât înainte. Acțiunile se vindeau acum la un preț mai mare de 52 de ori decât profitul din singurul an bun al companiei și de vreo 200 de ori mai mare decât profitul mediu. De asemenea, compania avea să raporteze iarăși un deficit în chiar anul în care a fost atins un nou preț maxim. În anul următor, 1969, prețul oferit a scăzut la 1 $.

ÎNTREBĂRI: Idioții care au plătit peste 8 $ pentru acțiunile acestei firme în 1968 n-au știut absolut nimic despre trecutul ei, despre profiturile înregistrate în ultimii cinci ani, despre valoarea (foarte mică) a activelor acesteia? S-au gândit oare cât de mult – sau, mai degrabă, cât de puțin – primeau pentru banii investiți? Oare le-a păsat? Nimeni de pe Wall Street nu are nicio răspundere pentru speculațiile complet stupide, șocant de răspândite, inevitabil catastrofale care se fac în mod regulat cu acest gen de titluri?

6. Contabilitatea impozitelor aferente achiziției de către NVF a acțiunilor Sharon Steel

1. NVF a cumpărat 88% din pachetul de acțiuni Sharon în 1969, plătind pentru fiecare acțiune 70 $ în obligațiuni NVF cu dobândă de 5%, scadente în 1994, și warante pentru cumpărarea a 1½ acțiuni NVF la prețul de 22 $ acțiunea. Valoarea inițială de piață a obligațiunilor pare a fi fost de numai 43% din valoarea nominală, în vreme ce warantele au fost cotate la 10 $ pentru o acțiune NVF. Aceasta înseamnă că posesorii de acțiuni Sharon au primit obligațiuni de numai 30 $, dar warante de 15 $ pentru fiecare acțiune schimbată, în total 45 $ pentru o acțiune. (Cam acesta a fost prețul mediu al acțiunilor Sharon în 1968 și, de asemenea, prețul cu care ele au încheiat anul respectiv.) Valoarea contabilă a unei acțiuni Sharon era de 60 $. Diferența dintre această valoare contabilă și valoarea de piață a acțiunilor Sharon se ridica la circa 21 de milioane $ pentru cele 1.415.000 de acțiuni Sharon achiziționate.

Scanned with OKEN Scanner

2. Tratamentul contabil era menit să realizeze trei lucruri: *a*) Să considere emisiunea obligațiunilor ca fiind echivalentă cu o „vânzare" a acestora la 43, compania beneficiind astfel de o deducere anuală din venit de 54 de milioane $ pentru amortizarea uriașului disagio aferent obligațiunilor. (De fapt, avea să plătească o dobândă anuală de aproximativ 15% din „încasările" realizate în urma vânzării titlurilor de credit în valoare de 99 de milioane $.) *b*) Să compenseze această cheltuială cu disagioul obligațiunilor cu un „profit" aproximativ egal, constând într-un credit fiscal de o zecime din diferența dintre prețul de cost de 45 al acțiunilor Sharon și valoarea contabilă a acestora de 60. (Aceasta corespundea, în sens invers, practicii obligatorii a *reducerii* în fiecare an a venitului cu o parte din prețul plătit pentru achizițiile făcute, *mai mare* decât valoarea contabilă a activelor achiziționate.) c) Partea bună a acestui aranjament avea s-o reprezinte faptul că firma putea să economisească inițial circa 900.000 $ pe an, sau 1 $ pe acțiune, din impozitele plătite pe venit în urma înregistrării acestor două operațiuni anuale, pentru că amortizarea disagioului obligațiunilor se putea deduce din venitul impozabil, însă amortizarea „excedentului de capital propriu în raport cu costul" nu trebuia să fie inclusă în venitul impozabil.

3. Acest tratament contabil se reflectă atât în contul consolidat de venituri și cheltuieli, cât și în bilanțul consolidat al NVF pentru anul 1969 și în situațiile pro forma pentru 1969. Cum o mare parte a costului acțiunilor Sharon urma să fie tratată ca achitată cu warante, era necesar să se specifice valoarea inițială de piață a warantelor ca parte a valorii capitalului corespunzător acțiunilor ordinare emise. Astfel, în cazul de față, și, din câte știm, nu și în altele, warantelor li s-a atribuit în bilanț o valoare substanțială, respectiv de peste 22 de milioane $ (dar numai într-o notă explicativă).

7. Investițiile în companii de tehnologie

Indicii Standard & Poor's de la mijlocul anului 1971 cuprindeau circa 200 de companii al căror nume începea cu Compu-, Data, Electro-, Scien-, Techno-. Aproximativ jumătate dintre acestea erau din industria calculatoarelor. Toate erau cotate la bursă sau depuseseră solicitări pentru a putea vinde acțiuni publicului.

Scanned with OKEN Scanner

În total, 46 de asemenea companii au apărut în „Ghidul acțiunilor" întocmit de S & P pentru septembrie 1971. Dintre acestea, 26 raportau deficite, numai șase aveau un profit de peste 1 $ pe acțiune și numai cinci plăteau dividende.

În „Ghidul acțiunilor" pe decembrie 1968, apăruseră 45 de companii cu denumiri din domeniul tehnologic. Urmărind evoluția lor, așa cum reiese aceasta din „Ghidul" pe septembrie 1971, constatăm următoarele:

Total companii	*Preț mai mare*	*Preț redus cu mai puțin de jumătate*	*Preț redus cu mai mult de jumătate*	*Scoase din „Ghidul acțiunilor"*
45	2	8	23	12

COMENTARIU: Este practic sigur faptul că multe companii de tehnologie neincluse în „Ghidul" din 1968 au obținut ulterior rezultate mai slabe decât cele incluse; de asemenea, că cele 12 companii scoase de pe listă au obținut rezultate mai slabe decât cele care au rămas pe listă. Rezultatele înfricoșătoare ale acestor emisiuni indică fără îndoială calitatea și evoluția prețului întregului grup de acțiuni „tehnologice". Succesul fenomenal înregistrat de IBM și de alte câteva companii era normal să producă, în domeniile lor de activitate, o avalanșă de oferte publice de acțiuni noi, care au avut practic garantate pierderi semnificative.

Scanned with OKEN Scanner

Scanned with OKEN Scanner

Note

Introducere: Ce-şi propune să realizeze această carte

1. „Acţiunile neînregistrate" (*letter stock*) sunt acţiunile a căror vânzare nu este înregistrată la Comisia de Valori Mobiliare şi Burse şi pentru care cumpărătorul emite o scrisoare în care specifică faptul că le-a cumpărat pentru portofoliu.

2. Acestea sunt cifrele furnizate de agenţia Moody pentru obligaţiunile şi acţiunile industriale cotate AAA.

Capitolul 1. Comparaţie între investiţie şi speculaţie: rezultatele la care trebuie să se aştepte investitorul inteligent

1. Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle, Charles Tatham, McGraw-Hill, ed. a IV-a, 1962. Un exemplar în facsimil al ediţiei din 1934 a „Analizei valorilor mobiliare" a fost republicat în 1996 (McGraw-Hill).

2. Acesta este un citat din lucrarea „Investiţie şi speculaţie" (*Investment and Speculation*), de Lawrence Chamberlain, publicată în 1931.

3. Conform unui studiu realizat de Consiliul Rezervei Federale.

4. Ediţia din 1965, p. 8.

5. Plecăm în acest caz de la ipoteza unei cote de impozit pentru investitorul tipic de 40% aplicabilă dividendelor şi de 20% aplicabilă profiturilor din operaţiuni de capital.

Capitolul 2. Investitorul şi inflaţia

1. Acestea s-au scris înainte de „îngheţarea", de către preşedintele Nixon, a preţurilor şi salariilor în august 1971, urmată de măsurile de control din „faza a doua". S-ar părea că aceste evoluţii importante confirmă opiniile exprimate mai sus.

2. Profitul corespunzător coşului Standard & Poor's de 425 de acţiuni industriale raportat la valoarea activelor a fost de circa 11½% – datorită, în parte, includerii acţiunilor emise de mare şi foarte profitabila companie IBM, care nu fac parte dintre cele 30 de acţiuni care alcătuiesc coşul DJIA.

3. Un grafic dat publicității de compania American Telephone & Telegraph în 1971 indică faptul că tarifele practicate pentru serviciile telefonice rezidențiale au fost ceva mai mici în 1970 față de 1960.

4. Fapt relatat de *Wall Street Journal*, octombrie 1970.

Capitolul 3. Un secol de istorie a pieței bursiere: prețul acțiunilor la începutul anului 1972

1. Atât Standard & Poor's cât și Dow Jones au indicatori separați pentru companiile de utilități publice și pentru cele de transport (în special feroviar). Din 1965, Bursa de Valori New York calculează un indice reprezentând variația tuturor acțiunilor ordinare pe care le cotează.

2. Realizat de Centrul pentru Analiza Prețurilor Valorilor Mobiliare al Universității din Chicago, în cadrul unui proiect finanțat de Fundația „Charles E. Merrill".

3. Acestea s-au scris pentru prima oară la începutul lui 1971, când DJIA era de 940. Opinia contrară, existentă în general pe Wall Street, a fost ilustrată de un studiu amănunțit în urma căruia s-a ajuns la o valoare mediană pentru DJIA de 1520 în 1975. Aceasta ar corespunde unei valori actualizate de 1200 la mijlocul lui 1971. În martie 1972, DJIA a ajuns din nou la 940 după un declin la 798. Graham a avut iarăşi dreptate. „Studiul amănunțit" la care face referire a fost prea optimist: indicele Dow Jones Industrial Average a depăşit nivelul de 1520 abia pe 13 decembrie 1985!

Capitolul 4. Politica generală de portofoliu: investitorul defensiv

1. Un câştig mai mare, scutit de impozit, în condițiile existenței unei marje de siguranță suficiente, se poate obține de la *obligațiunile industriale cu câştiguri*, o invenție financiară relativ recentă. Acestea ar prezenta interes mai ales pentru investitorul întreprinzător.

Capitolul 5. Investitorul defensiv şi acțiunile ordinare

1. *Practical Formulas for Successful Investing*, Wilfred Funk, Inc., 1953.

2. În abordările matematice curente ale procesului de luare a deciziilor de investiții, s-a împământenit practica de a defini „riscul" din punct de vedere al variațiilor sau „volatilității" prețului mediu. A se vedea, de exemplu, *An Introduction to Risk and Return*, de Richard A. Brealey, The M.I.T. Press, 1969. Considerăm că folosirea cu acest sens a cuvântului „risc" este

Scanned with OKEN Scanner

mai dăunătoare decât utilă în luarea unor decizii judicioase cu privire la investiții – pentru că se pune prea mult accentul pe fluctuațiile pieței.

3. Toate cele 30 de companii din coşul DJIA îndeplineau acest criteriu în 1971.

Capitolul 6. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: abordarea negativă

1. În 1970, societatea de cale ferată din Milwaukee a raportat un deficit substanțial. Ea a suspendat plata dobânzilor la obligațiunile purtătoare de venit, iar prețul emisiunii cu cupon de 5% a scăzut la 10.

2. De exemplu, acțiunile privilegiate cu drept de restituire preferențial, cu valoarea nominală de 6 $, emise de Cities Services, care nu plătea dividende, s-au vândut la un preț minim de 15 în 1937 şi de 27 în 1943, când sumele acumulate au ajuns la 60 $ pe acțiune. În 1947, compania le-a achitat, preschimbându-le, pentru fiecare acțiune, în titluri de credit cu dobânda de 3% şi valoarea de 196,50 $, care s-au vândut cu cel mult 186.

3. Un studiu statistic complex realizat sub direcția Biroului Național de Cercetări Economice indică faptul că lucrurile au stat chiar aşa. Graham se referă la W. Braddock Hickman, *Corporate Bond Quality and Investor Experience* (Princeton University Press, 1958). Cartea lui Hickman l-a inspirat ulterior pe Michael Milken de la Drexel Burnham Lambert să ofere finanțare cu randament mare unor companii cu o bonitate mai şubredă, contribuind la declanşarea avalanşei de achiziții interne pe datorie şi preluări ostile de la sfârşitul anilor 1980.

4. Analiza unui eşantion reprezentativ format din 41 de asemenea emisiuni care apar în „Ghidul acțiunilor" publicat de Standard & Poor's arată că cinci au pierdut cel puțin 90% din prețul maxim, 30 au pierdut mai mult de jumătate şi toate au pierdut cam două treimi. Multe emisiuni care nu au apărut în „Ghidul acțiunilor" au înregistrat fără îndoială o reducere mai mare a valorii pe ansamblu.

Capitolul 7. Politica de portofoliu pentru investitorul întreprinzător: partea pozitivă

1. A se vedea, de exemplu, Lucile Tomlinson, *Practical Formulas for Successful Investing*, Sidney Cottle şi W.T. Whitman, *Investment Timing: The Formula Approach*, ambele publicate în 1953.

2. O companie cu rezultate normale nu poate fi considerată companie în creştere sau companie cu „acțiuni în creştere" fără a confunda termenii, pur şi simplu pentru că susținătorii acesteia se aşteaptă ca ea să se

Scanned with OKEN Scanner

descurce mai bine decât media în viitor. Graham face o observație subtilă, dar importantă: dacă o companie în creştere este, prin definiție, o companie care va prospera în viitor, atunci nu avem de-a face cu o definiție, ci cu o iluzie. Este ca şi cum am spune că o echipă sportivă este „campioană" înainte de încheierea sezonului competițional. Această iluzie persistă şi astăzi; dintre fondurile mutuale, cele cu portofolii „în creştere" consideră că firmele în care au investit sunt firme cu „potențial de creştere peste medie" sau cu „perspective favorabile de creştere a profitului". O definiție mai bună a acestora ar putea fi aceea de companii al căror profit net pe acțiune a crescut într-un ritm mediu anual de cel puțin 15% măcar în ultimii cinci ani. (Îndeplinirea acestui criteriu în trecut nu reprezintă o garanție a faptului că firma îl va îndeplini şi în viitor.)

3. A se vedea tabelul 7-1.

4. Există două vechi proverbe care circulă pe Wall Street şi care recomandă asemenea vânzări: „niciun copac nu creşte până la cer" şi „un taur poate aduce bani, un urs poate aduce bani, dar un porc nu aduce bani niciodată".

5. Sunt disponibile două studii. Primul, realizat de H.G. Schneider, unul dintre elevii noştri, se referă la anii 1917-1950 şi a fost publicat în iunie 1951 în *Journal of Finance*. Cel de-al doilea a fost realizat de Drexel Firestone, membri ai Bursei de Valori New York, şi se referă la anii 1933-1969. Datele sunt prezentate aici prin amabilitatea lor.

6. A se vedea trei exemple de situații speciale existente în 1971 la pp. 393-395.

Capitolul 8. Investitorul şi fluctuațiile pieței

1. Exceptând, poate, planurile bazate pe strategia costului mediu începute la un preț rezonabil.

2. Potrivit însă lui Robert M. Ross, o autoritate în ceea ce priveşte teoria lui Dow, ultimele două semnale de cumpărare, emise în decembrie 1966 şi decembrie 1970, au fost cu mult sub nivelul semnalelor de vânzare precedente.

3. Primele trei ratinguri rezervate obligațiunilor şi acțiunilor privilegiate sunt Aaa, Aa şi A, folosite de Moody's, şi AAA, AA, A, folosite de Standard & Poor's.

4. Această idee a fost adoptată deja pe alocuri în Europa – de exemplu, de compania de electricitate care aparține statului italian în cazul „titlurilor de împrumut garantate, cu rată flotantă a dobânzii", scadente în 1980. În iunie 1971, compania anunța la New York că rata anuală a dobânzii plătite la titlurile respective în următoarele şase luni va fi de $8^{1}/_{8}$.

Scanned with OKEN Scanner

Un asemenea aranjament flexibil a fost încorporat în „titlurile de credit de 7-8%" emise de The Toronto-Dominion Bank în iunie 1971 şi scadente în 1991. Titlurile respective aduc o dobândă de 7% până în iulie 1976 şi de 8% după aceea, însă posesorului i se poate restitui în iulie 1976 capitalul investit.

Capitolul 9. Plasamentele în fondurile de investiţii

1. Spezele de vânzare sunt specificate în general ca un procent din preţul de vânzare, care include cheltuiala, făcându-l să apară mai mic decât dacă ar fi aplicat la valoarea activelor nete. Noi considerăm aceasta a fi o scamatorie comercială nedemnă de această activitate respectabilă.

2. The Money Managers, de G.E. Kaplan şi C. Welles, Random House, 1969.

3. A se vedea definiţia „acţiunilor neînregistrate" la p. 579.

4. Titlul unei cărţi publicate pentru prima oară în 1852. În ea se vorbeşte despre „afacerea Mării Sudului", mania lalelelor şi alte excese speculative din trecut. A fost retipărită de Bernard M. Baruch, poate singurul speculator al timpurilor moderne care n-a înregistrat niciun eşec, în 1932. *Comentariu*: Este ca şi cum ai fi închis uşa grajdului după ce a fost furat calul. „Iluzii populare extraordinare şi nebunia mulţimilor", de Charles Mackay (Metro Books, New York, 2002), a fost publicată pentru prima oară în 1841. Nefiind nici o lectură uşoară şi nici o carte întotdeauna foarte exactă, ea face o amplă analiză a modului în care un număr mare de oameni ajunge să creadă adeseori lucruri fără sens – de exemplu, că fierul poate fi transformat în aur, că dracii se arată de cele mai multe ori vinerea seara şi că este posibil să te îmbogăţeşti repede din tranzacţiile bursiere. Pentru o prezentare bazată pe date mai concrete, a se consulta cartea lui Edward Chancellor intitulată *Devil Take the Hindmost* (Farrar, Straus & Giroux, New York, 1999); pentru o abordare mai simplistă, încercaţi lucrarea lui Robert Menschel intitulată *Markets, Mobs, and Mayhem: A Modern Look at the Madness of Crowds* (John Wiley & Sons, New York, 2002).

Capitolul 10. Investitorul şi sfătuitorii săi

1. Examenele se dau de către Institutul Analiştilor Financiari Autorizaţi, o filială a Federaţiei Analiştilor Financiari. Cea din urmă cuprinde acum societăţi cu peste 50.000 de membri.

2. NYSE a impus câteva reguli drastice cu privire la evaluare (cunoscute sub denumirea de „tunsori"), menite să reducă la minimum acest pericol, dar se pare că ele n-au fost suficiente.

Scanned with OKEN Scanner

3. Acțiunile noi se pot vinde acum doar cu ajutorul unui prospect întocmit după regulile Comisiei de Valori Mobiliare și Burse. Acest document trebuie să cuprindă toate datele relevante cu privire la emisiune și la emitent, fiind pe deplin potrivit pentru ca *investitorul prudent* să se informeze în legătură cu natura exactă a titlurilor de valoare care i se oferă. Însă chiar volumul foarte mare al datelor care trebuie furnizate face ca prospectul să fie mult prea stufos. În general, se crede că numai o mică parte a *persoanelor fizice* care cumpără acțiuni noi citește prospectul cu atenție. Astfel, ele acționează în continuare nu atât cum le dictează conștiința, ci cum le dictează agenția care le vinde titlurile sau potrivit recomandărilor agentului de vânzări ori administratorului de cont.

Capitolul 11. Analiza valorilor mobiliare pentru investitorul profan: abordarea generală

1. Manualul nostru, „Analiza valorilor mobiliare", de Benjamin Graham, David L. Dodd, Sidney Cottle și Charles Tatham (McGraw-Hill, ed. a IV-a, 1962), păstrează titlul ales inițial în 1934, dar se referă pe larg la analiza financiară.

2. Cu Charles McGolrick, Harper & Row, 1964, retipărită de Harper-Business, 1998.

3. Cifrele sunt furnizate de Salomon Bros., o importantă agenție care investește în obligațiuni.

4. Cel puțin majoritatea investitorilor și a specialiștilor în analiza valorilor mobiliare nu procedează astfel. Analiștii excepționali, care pot spune dinainte ce companii merită să fie studiate cu atenție și au talentul și capacitatea de a face acest lucru, pot să nu greșească niciodată. Pentru amănunte cu privire la această abordare, a se vedea Philip Fisher, *Common Stocks and Uncommon Profits*, Harper & Row, 1960.

5. La pag. 295, dăm o formulă care leagă multiplicatorii de ritmul de creștere anticipat.

6. Creșterea spectaculoasă a prețului acțiunilor Chrysler s-a datorat, fără îndoială, în parte, celor două scindări ale acțiunilor în raportul de doi la unu produse în anul 1963 – un lucru nemaiîntâlnit la o companie importantă. La începutul anilor 1980, sub conducerea lui Lee Iacocca, Chrysler a realizat profit trei ani la rând, salvându-se de la faliment și devenind una dintre cele mai performante companii americane cotate la bursă. Identificarea managerilor care pot realiza asemenea reveniri spectaculoase ale companiilor nu este însă o treabă atât de ușoară pe cât pare. Când Al Dunlap a preluat conducerea Sunbeam Corp., în 1996, după restructurarea companiei Scott Paper Co. (și creșterea prețului acțiunilor acesteia cu 225% în 18 luni),

Scanned with OKEN Scanner

cei de pe Wall Street au considerat aceasta ca pe un fel de a Doua Venire. Dunlap s-a dovedit a fi un impostor, care a folosit proceduri contabile inadecvate şi situaţii financiare false pentru a-i induce în eroare pe investitorii companiei Sunbeam – inclusiv pe respectabilii agenţi de investiţii Michael Price şi Michael Steinhardt, care l-au angajat. Pentru o analiză tranşantă a carierei lui Dunlap, a se vedea John A. Byrne, *Chainsaw* (HarperCollins, New York, 1999).

7. De observat că noi nu afirmăm că această formulă ajută la stabilirea „valorii reale" a unei acţiuni în creştere, ci doar că ea aproximează rezultatele unor calcule mai complexe, la modă astăzi.

Capitolul 12. Lucruri de avut în vedere cu privire la profitul pe acţiune

1. Metoda de tratare a diluării warantelor recomandată de noi este prezentată mai joc. Preferăm să considerăm valoarea de piaţă a warantelor un adaos la preţul curent de piaţă al acţiunilor ordinare.

Capitolul 13. Comparaţie între patru companii cotate la bursă

1. În martie 1972, acţiunile Emery s-au vândut la un preţ mai mare de 64 de ori decât profitul companiei din 1971!

Capitolul 14. Selecţia acţiunilor pentru investitorul defensiv

1. Datorită numeroaselor scindări ale acţiunilor etc., produse de-a lungul anilor, preţul real mediu al coşului DJIA era, la începutul lui 1972, de circa 53 $ pe acţiune.

2. În 1960, numai două dintre cele 29 de companii industriale nu au înregistrat o valoare a activelor curente egală cu dublul pasivelor curente şi numai două nu au avut active curente nete mai mari decât datoriile. Până în decembrie 1970, numărul companiilor din fiecare categorie a crescut de la doi la doisprezece.

3. De remarcat însă că rezultatele combinate obţinute de ele pe piaţă între decembrie 1970 şi începutul lui 1972 au fost mai slabe decât cele ale coşului DJIA. Aceasta demonstrează o dată în plus că nicio metodă sau nicio formulă nu va garanta obţinerea unor rezultate superioare pe piaţă. Criteriile noastre nu „garantează" decât că cel care cumpără titluri pentru portofoliul propriu obţine un raport bun între calitate şi preţ.

4. În consecinţă, trebuie să excludem majoritatea acţiunilor companiilor care transportă gaze prin conducte, pentru că aceste întreprinderi

Scanned with OKEN Scanner

emit un volum mare de obligaţiuni. Acest lucru se justifică prin structura de bază a contractelor de achiziţii, care „garantează" plata obligaţiunilor; considerentele legate de acestea pot fi însă prea complicate pentru nevoile unui investitor defensiv.

Capitolul 15. Selecţia acţiunilor pentru investitorul întreprinzător

1. *Mutual Funds and Other Institutional Investors: A New Perspective*, I. Friend, M. Blume, J. Crockett, McGraw-Hill, 1970. Ar trebui să adăugăm că rezultatele din perioada 1966-1970 ale multora dintre fondurile analizate de noi au fost ceva mai bune decât cele ale coşului corespunzător indicelui compozit Standard & Poor's 500 şi mult mai bune decât cele ale coşului DJIA.

2. Notă personală: cu mulţi ani înainte ca respectiva companie să cunoască o ascensiune explozivă pe piaţa bursieră, autorul a fost „vicepreşedintele financiar" al acesteia, cu un salariu princiar de 3.000 $ pe an. Compania chiar producea artificii. La începutul lui 1929, Graham a devenit vicepreşedinte financiar la Unexcelled Manufacturing Co., cel mai mare producător naţional de artificii. Unexcelled a devenit ulterior o companie cu activităţi diversificate în industria chimică, iar astăzi nu mai există ca firmă independentă.

3. „Ghidul" nu prezintă valori ale multiplicatorului mai mari de 99. Majoritatea acestora sunt ciudăţenii matematice, cauzate de profituri cu puţin mai mari decât zero.

Capitolul 16. Titlurile convertibile şi warantele

1. Această idee este ilustrată în mod elocvent de oferta a două emisiuni ale Ford Motor Finance Co. realizate simultan în noiembrie 1971. Într-un caz a fost vorba despre obligaţiuni neconvertibile cu scadenţa la 20 de ani şi o dobândă de 7½% pe an. În celălalt caz, a fost vorba despre obligaţiuni cu scadenţa la 25 de ani, subordonate primei emisiuni din punct de vedere al ordinii rambursării şi aducând o dobândă de numai 4½%; acestea au fost transformate în obligaţiuni convertibile în acţiuni Ford Motor, la preţul lor de atunci, de 68½. Pentru a beneficia de privilegiul conversiei, cumpărătorul renunţa la 40% din venit şi accepta o poziţie de creditor secundar.

2. De remarcat că, la sfârşitul lui 1971, acţiunile ordinare Studebaker-Worthington s-au vândut la un preţ minim de 38, în vreme ce acţiunile privilegiate de 5 $ s-au vândut la circa 77. Diferenţa a crescut astfel, în cursul anului, de la 2 la 20 de puncte, demonstrând încă o dată faptul că

Scanned with OKEN Scanner

asemenea mutaţii sunt de dorit şi că piaţa bursieră are tendinţa de a ignora calculele matematice. (Întâmplarea a făcut ca mica diferenţă în plus dintre preţul acţiunilor privilegiate şi cel al acţiunilor ordinare din decembrie 1970 să fi fost deja compensată de dividendul superior al acestora.)

Capitolul 17. Patru cazuri extrem de instructive

1. A se vedea, de exemplu, articolul intitulat „Six Flags at Half Mast", de dr. A.J. Briloff, în *Barron's*, 11 ianuarie 1971.

Capitolul 18. Analiza comparativă a opt perechi de companii

1. Cititorul îşi va aminti că, la p. 434, am spus că AAA Enterprises a încercat să pătrundă în acest domeniu, dar a eşuat foarte repede. Graham face aici o observaţie profundă şi paradoxală: cu cât o companie câştigă mai mulţi bani, cu atât sunt şanse mai mari să aibă de-a face cu concurenţi noi, căci câştigurile mari ale acesteia semnalează în mod foarte clar că se pot face bani uşor. Concurenţa mai mare va duce, în schimb, la scăderea preţurilor şi, implicit, a profiturilor. Acest aspect esenţial a fost ignorat de cumpărătorii mult prea entuziasmaţi de acţiuni ale companiilor de pe Internet, care au crezut că primii câştigători îşi vor păstra avantajul la infinit.

Capitolul 19. Acţionarii şi conducerea firmei: politica dividendelor

1. Studiile analitice au arătat că, de obicei, un dolar plătit sub formă de dividende are un efect pozitiv asupra preţului pieţei de până la patru ori mai mare decât are un dolar sub formă de profit nerepartizat. Acest lucru a fost ilustrat într-un mod elocvent de companiile de utilităţi publice vreme de mai mulţi ani înainte de 1950. Emisiunile cu un profit mic plătit ca dividend s-au vândut la un preţ mic raportat la profit şi s-au dovedit a fi extrem de atrăgătoare pentru cumpărători datorită faptului că, ulterior, dividendele lor au crescut. Din 1950, procentele din profit plătite ca dividend au devenit mult mai uniforme în acest sector de activitate.

Capitolul 20. „Marja de siguranţă" – concept de bază al activităţii de investiţii

1. Acest argument este susţinut de Paul Hallingby jr., „Speculative Opportunities in Stock-Purchase Warrants", *Analysts' Journal*, trimestrul al treilea 1947.

Scanned with OKEN Scanner

Post-scriptum

1. Adevărul ne obligă să recunoaştem faptul că tranzacţia a fost aproape să eşueze din cauză că partenerii au vrut să se asigure că preţul de achiziţie va avea acoperire totală în valoarea activelor. Un câştig viitor din operaţiuni de piaţă de cel puţin 300 de milioane $ a produs, de exemplu, cheltuieli contabile de 50.000 $. Printr-un noroc chior, ei au obţinut ceea ce şi-au dorit atât de mult.

Anexe

1. Discurs rostit de Benjamin Graham la Convenţia anuală a Federaţiei Naţionale a Societăţilor Analiştilor Financiari, mai 1958.

Scanned with OKEN Scanner

Mulțumiri din partea lui Jason Zweig

Îmi exprim profunda recunoştinţă faţă de toţi cei care m-au ajutat să aduc la zi lucrarea lui Graham: Edwin Tan de la HarperCollins, a cărui viziune şi energie debordantă a făcut ca acest proiect să se realizeze; Robert Safian, Denise Martin şi Eric Gelman de la revista *Money*, care au onorat acest demers cu entuziasmul, răbdarea şi sprijinul lor necondiționat; agentul meu literar, inegalabilul John W. Wright; neobosita Tara Kalwarski de la *Money*. Idei extraordinare şi critici au venit din partea lui Theodore Aronson, Kevin Johnson, Martha Ortiz şi de la personalul firmei Aronson + Johnson + Ortiz, L.P.; de la Peter L. Bernstein, preşedintele companiei Peter L. Bernstein Inc.; William Bernstein, Efficient Frontier Advisors; John C. Bogle, fondator, Vanguard Group; Charles D. Ellis, asociat fondator, Greenwich Associates; Laurence B. Siegel, director de cercetare în domeniul politicilor de investiții, Ford Foundation. Sunt de asemenea recunoscător lui Warren Buffett; Nina Munk; neobositului personal de la Time Inc. Business Information Research Center; Martin Fridson, manager general, FridsonVision LLC; Howard Schilit, preşedinte, Center for Financial Research & Analysis; Robert N. Veres, editor şi proprietar, *Inside Information;* Daniel J. Fuss, Loomis Sayles & Co.; F. Barry Nelson, Advent Capital Management; personalului de la Muzeul de Istorie Financiară Americană; Brian Mattes şi Gus Sauter, Vanguard Group; James Seidel, RIA Thomson; Camilla Altamura şi Sean McLaughlin de la Lipper Inc.; Alexa Auerbach de la Ibbotson Associates; Annette Larson de la Morningstar; Jason Bram de la Federal Reserve Bank din New York; şi unui administrator de fond care vrea să-şi păstreze anonimatul. Înainte de toate, le mulțumesc soției şi fiicelor mele, care au suportat povara lunilor de muncă neîntreruptă. Nimic n-ar fi fost posibil fără dragostea neîncetată şi fără răbdarea lor.

Scanned with OKEN Scanner

Cel mai mare consultant de investiții al secolului al XX-lea, Benjamin Graham a îndrumat și a inspirat oameni de pretutindeni. Concepția lui Graham cu privire la „investițiile bazate pe valoare" – care-i apără pe investitori de erorile grave și îi obișnuiește să elaboreze strategii pe termen lung – a făcut din „Investitorul inteligent" biblia pieței bursiere încă de la prima ei apariție, în 1949.

De-a lungul anilor, evoluția pieței a dovedit temeinicia strategiilor recomandate de Graham. Păstrând textul originar al lui Graham, ediția de față include un comentariu actualizat aparținând lui Jason Zweig, cunoscut jurnalist specializat în piețe de capital, a cărui perspectivă ține seama de realitățile pieței actuale, trasează o paralelă între exemplele date de Graham și știrile senzaționale referitoare la piața financiară actuală și îi ajută pe cititori să înțeleagă mai bine modul în care trebuie aplicate principiile lui Graham.

Vitală și indispensabilă, această ediție a „Investitorului inteligent" este cea mai importantă carte pe care o veți citi vreodată cu privire la modul în care vă puteți atinge obiectivele financiare.

„Face pe deplin cunoscute principiile fundamentale ale strategiei foarte eficiente și populare [a lui Graham] în domeniul investițiilor."– Revista *Money*

BENJAMIN GRAHAM (1894-1976), creatorul teoriei investițiilor bazate pe valoare, a fost o sursă de inspirație pentru mulți dintre oamenii de afaceri cu cel mai mare succes în zilele noastre. Este de asemenea autorul cărților *Security Analysis* („Analiza valorilor mobiliare") și *The Interpretation of Financial Statements* („Interpretarea situațiilor financiare").

JASON ZWEIG este redactor la revista *Money*, comentator la *Time* și administrator al Muzeului de Istorie Financiară a Americii. Fost redactor-șef la *Forbes*, scrie despre domeniul investițiilor din 1987.

Scanned with OKEN Scanner